



国联证券
GUOLIAN SECURITIES

出口链景气收敛， 消费利润率持续改善 ——2024Q3财报分析

国联证券策略研究团队

2024年11月01日

证券研究报告

请务必阅读报告末页的重要声明

目 录

第一部分

景气：出口链小幅走弱，保险一枝独秀

第二部分

质量：服务消费量价齐升，周期制造偏弱

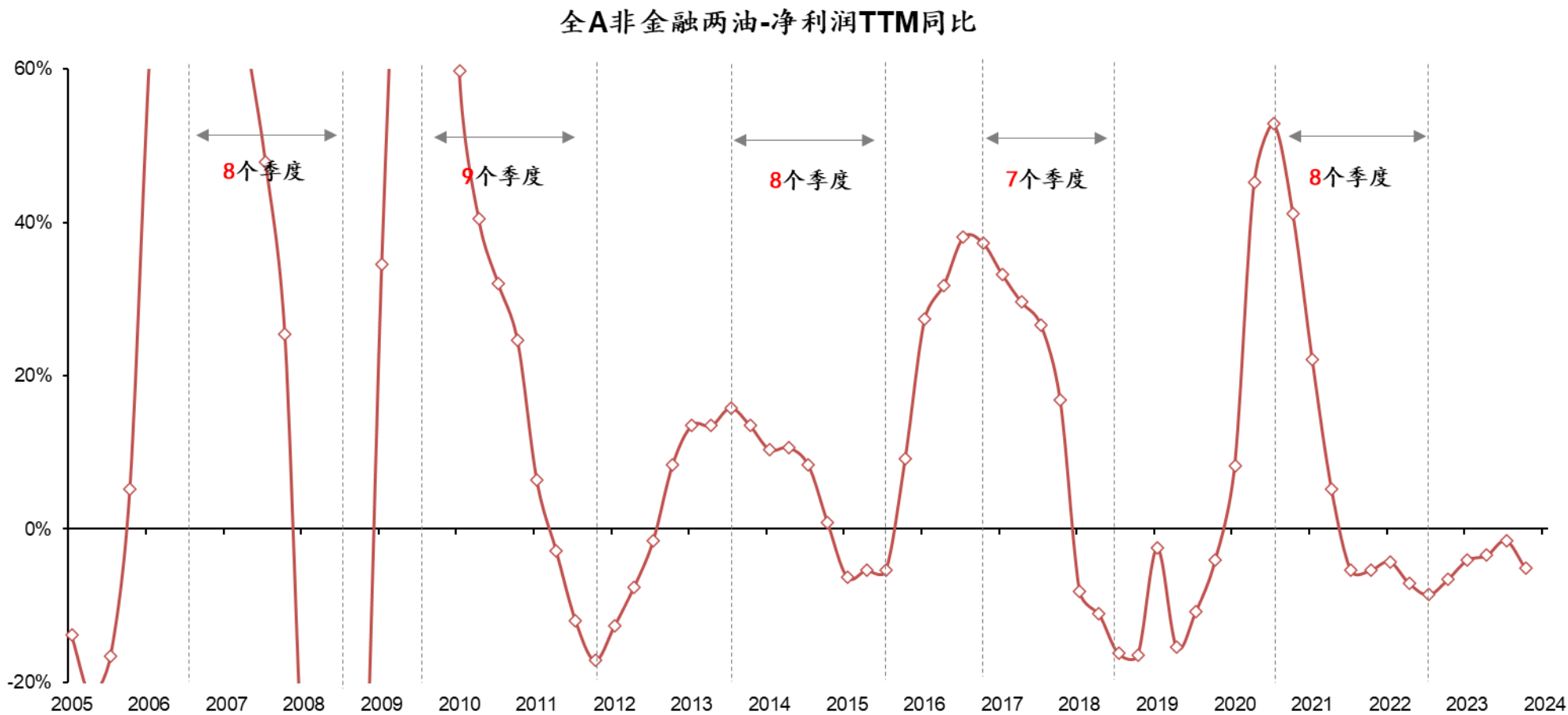
第三部分

供需收敛，寻找有望底部反转的细分行业



增长：TTM口径下，2024年Q3全A非金融油的净利润增速小幅下行

图：2024年Q3全A非金融油的净利润增速小幅下行



数据来源：Wind，国联证券研究所



景气：出口链小幅走弱，保险一枝独秀

盈利单季同比：2024年Q3金融板块盈利明显改善，非金融板块的盈利和收入持续回落

- 截至北京时间2024年10月30日23点30分，2024年全A中报披露率99.9%，我们根据此数据口径进行分析。
- 净利润单季同比：三季度净利润同比有所分化，全A和全A非金融油2024Q3单季同比分别为5.3%和-9.0%。
- 营收单季同比：三季度营收同比进一步回落，全A和全A非金融油2024Q3单季同比为-2.05%和-2.99%。

图：净利润单季同比增速



图：营收单季同比增速

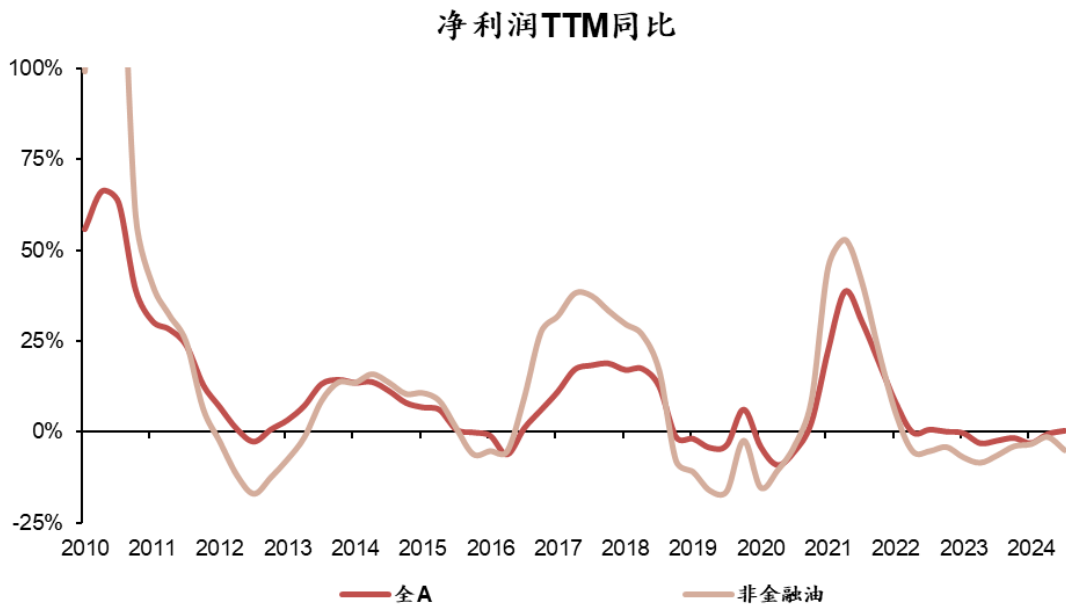


盈利TTM同比：全A增速转正，非金融油持续下滑；营收同比持续下滑，接近历史底部

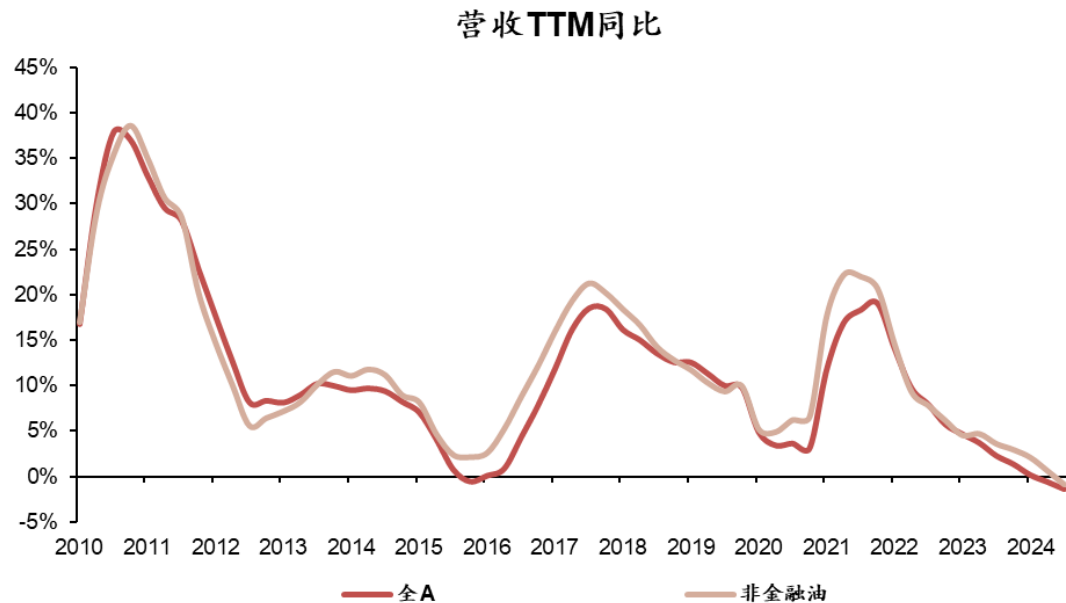
▼ 盈利TTM同比：三季度净利润同比增速出现分化，全A和全A非金融油2024Q3的净利润同比增速分别为0.24%和-5.1%。

▼ 营收TTM同比：三季度营收同比增速小幅下探，全A和全A非金融油2024Q3的营收同比增速分别为-1.4%和-0.8%。

图：净利润TTM同比增速

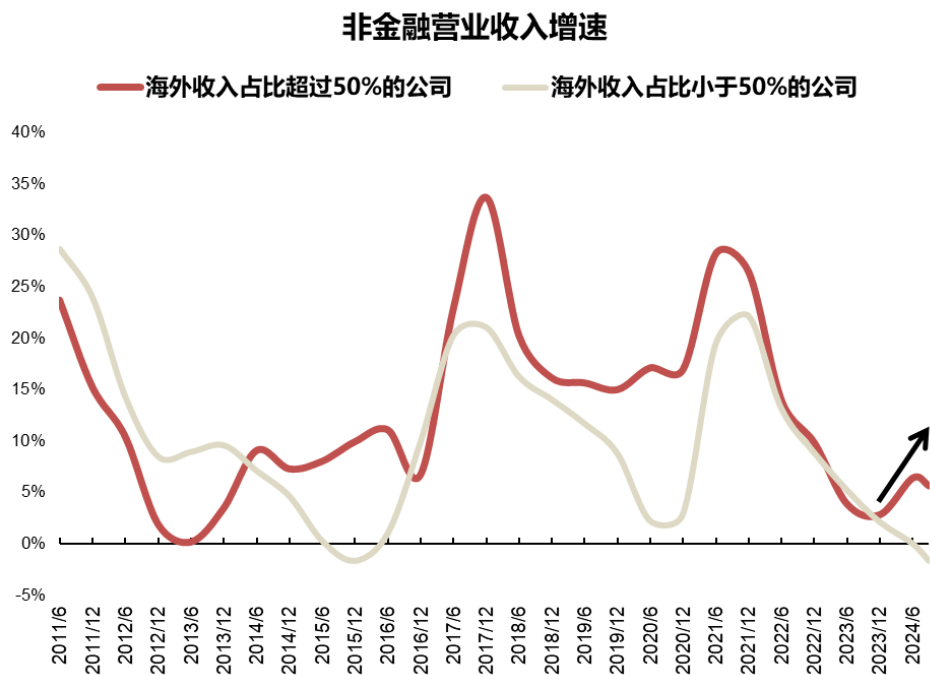


图：营收TTM同比增速

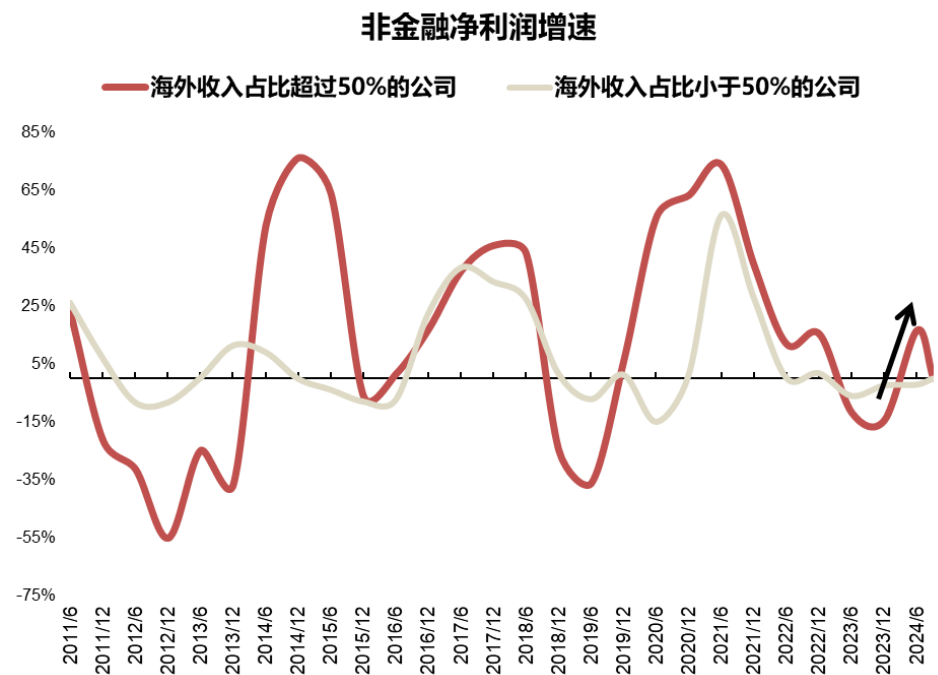


▶ A股外需型公司的利润走弱，出口链景气收敛

图：2024年Q3高外需占比公司的营收增速小幅下行，但仍明显高于低外需占比的公司



图：2024年Q3高外需占比公司的净利润增速明显下行，与低外需占比公司的水平接近



非银和电子净利润增速明显上行，汽车、交运和公用事业净利润增速明显下滑

图：申万一级行业的净利润TTM同比增速

净利润TTM同比增速		2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	△变化 (2024Q3-2024Q2)
周期	煤炭	4%	2%	-7%	-12%	-12%	-4%	18%	42%	61%	78%	85%	98%	80%	52%	29%	-14%	-24%	-27%	-36%	-26%	-21%	4%
	石油石化	-26%	-3%	-46%	-85%	-22%	-39%	142%	1125%	135%	160%	30%	-2%	16%	10%	-1%	-2%	0%	-2%	3%	13%	2%	-10%
	基础化工	-32%	-82%	-91%	-86%	-78%	249%	685%	1026%	845%	147%	94%	51%	18%	-6%	-26%	-46%	-47%	-47%	-40%	-20%	-14%	6%
	钢铁	-36%	-44%	-45%	-49%	-28%	-1%	46%	144%	149%	88%	34%	-36%	-73%	-73%	-84%	-93%	-44%	-14%	27%	297%	-86%	-382%
	有色金属	-78%	-35%	-52%	-54%	2%	324%	925%	1226%	774%	138%	118%	96%	71%	64%	26%	-6%	-16%	-26%	-29%	-13%	-8%	6%
	建筑材料	12%	15%	2%	5%	20%	27%	48%	51%	20%	6%	-6%	-22%	-30%	-46%	-54%	-55%	-48%	-32%	-28%	-40%	-44%	-4%
	建筑装饰	4%	5%	-4%	0%	1%	6%	26%	27%	19%	-2%	-9%	-12%	-8%	8%	8%	7%	3%	9%	5%	1%	-2%	-2%
	交通运输	0%	16%	-28%	-48%	-56%	-106%	-72%	10%	67%	6062%	567%	94%	36%	-46%	-48%	-29%	7%	72%	79%	59%	20%	-38%
工业制造	电力设备	-34%	11%	-1%	14%	37%	75%	130%	106%	77%	39%	26%	49%	68%	91%	79%	46%	17%	-18%	-35%	-50%	-60%	-10%
	机械设备	-46%	55%	7%	28%	54%	52%	124%	79%	53%	26%	-3%	-13%	-19%	-11%	-4%	5%	10%	1%	1%	-4%	-3%	1%
	国防军工	8%	58%	41%	28%	48%	62%	46%	50%	28%	9%	10%	5%	5%	-6%	-11%	-8%	-9%	-1%	-3%	-18%	-30%	-13%
	环保	-56%	-76%	-85%	-79%	-57%	604%	806%	580%	340%	-21%	-31%	-36%	-34%	-7%	-2%	3%	-3%	-5%	5%	1%	8%	7%
可选消费	汽车	-45%	-41%	-60%	-45%	-21%	21%	165%	124%	52%	15%	-21%	-30%	-12%	-2%	10%	40%	40%	48%	49%	41%	22%	-19%
	家用电器	-16%	27%	9%	-2%	0%	5%	35%	48%	33%	9%	-1%	0%	6%	9%	9%	9%	10%	14%	13%	11%	8%	-3%
	轻工制造	-23%	4%	-2%	2%	4%	-23%	10%	27%	18%	18%	-19%	-39%	-38%	-30%	-35%	-22%	-9%	15%	35%	35%	17%	-13%
	纺织服饰	-48%	-46%	-73%	-85%	-87%	-38%	77%	238%	317%	73%	23%	-7%	-25%	-42%	-46%	-32%	-14%	67%	68%	49%	35%	-15%
	社会服务	-57%	16%	-63%	-131%	-165%	-227%	-388%	-192%	-152%	4%	-37%	-164%	-42%	-46%	11%	60%	87%	237%	322%	534%	--	--
	美容护理	28%	12%	-10%	-13%	0%	16%	34%	24%	2%	-41%	-43%	-42%	-34%	-23%	-11%	-1%	37%	50%	39%	27%	-17%	-44%
	商贸零售	-8%	-15%	-42%	-38%	-69%	-52%	1%	-9%	-7%	-186%	-164%	-182%	-233%	52%	77%	87%	78%	900%	1174%	1041%	359%	-682%
必选消费	农林牧渔	9%	441%	1212%	393%	300%	42%	11%	-38%	-107%	-146%	-186%	-215%	-1081%	153%	144%	131%	116%	-130%	-110%	-22%	564%	586%
	食品饮料	21%	14%	6%	9%	10%	17%	26%	20%	16%	10%	8%	9%	11%	12%	13%	13%	14%	17%	17%	17%	13%	-4%
医疗保健	医药生物	-8%	-8%	-21%	-6%	4%	23%	62%	49%	30%	56%	39%	25%	27%	-6%	-21%	-24%	-25%	-20%	-11%	-9%	-10%	-1%
金融业	银行	6%	6%	6%	-3%	-6%	1%	0%	13%	19%	13%	14%	10%	8%	8%	6%	5%	3%	1%	1%	0%	1%	1%
	非银金融	45%	66%	23%	0%	-3%	0%	15%	33%	12%	8%	-8%	-12%	-12%	-22%	1%	-16%	-13%	-7%	-24%	-3%	41%	45%
TMT	电子	-29%	5%	9%	22%	29%	53%	90%	100%	105%	70%	36%	5%	-15%	-30%	-40%	-43%	-38%	-33%	-12%	11%	28%	17%
	计算机	-14%	13%	-17%	-25%	-29%	-16%	12%	7%	6%	0%	-17%	-20%	-32%	-48%	-36%	-32%	-18%	-11%	-30%	-33%	-30%	3%
	传媒	-153%	-3085%	-401%	63%	59%	97%	130%	267%	291%	1254%	319%	149%	58%	-72%	-63%	-46%	-28%	129%	98%	45%	14%	-31%
	通信	-124%	-290%	-209%	383%	352%	182%	189%	188%	-2%	-56%	-54%	35%	33%	41%	16%	11%	8%	5%	5%	4%	7%	3%
公用事业	公用事业	22%	11%	-3%	2%	11%	29%	52%	33%	-15%	-62%	-72%	-68%	-41%	70%	107%	138%	120%	67%	60%	50%	19%	-32%
房地产	房地产	6%	16%	5%	0%	0%	-13%	-8%	-13%	-23%	-84%	-88%	-106%	-117%	-341%	-425%	-721%	-171%	-36%	-78%	-285%	-711%	

周期：
环比恶化

可选消费：
边际走弱

TMT：
边际改善

地产链：
持续恶化

多数行业营收负增长且增速下行，部分消费和TMT行业仍能保持正增长

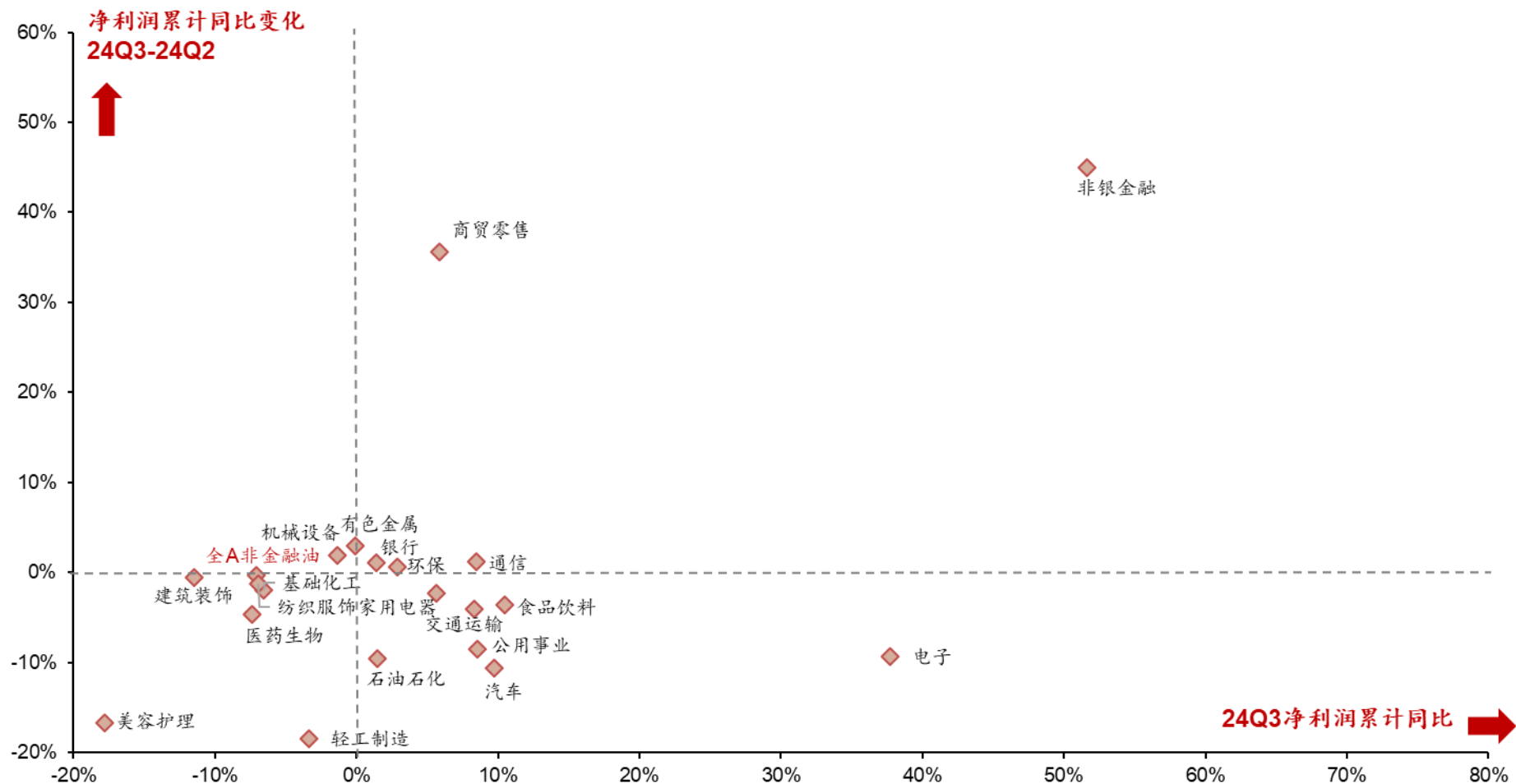
图：申万一级行业的营业收入TTM同比增速

营业收入TTM同比增速		2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	△变化 (2024Q3-2024Q2)
周期	煤炭	9%	8%	4%	2%	2%	0%	7%	13%	23%	34%	35%	35%	23%	8%	2%	-7%	-10%	-11%	-13%	-11%	-9%	2%
	石油石化	11%	4%	-3%	-13%	-18%	-22%	-17%	-1%	15%	32%	38%	34%	28%	22%	14%	6%	2%	-2%	-1%	0%	-3%	-3%
	基础化工	5%	1%	-3%	-2%	-2%	2%	14%	21%	29%	34%	30%	28%	22%	14%	6%	-3%	-5%	-6%	-5%	0%	0%	1%
	钢铁	7%	4%	0%	-2%	-2%	2%	14%	30%	42%	40%	29%	13%	-2%	-6%	-9%	-10%	-6%	-4%	-4%	-4%	-6%	-3%
	有色金属	12%	13%	14%	14%	13%	17%	26%	33%	36%	37%	33%	27%	21%	15%	8%	5%	6%	1%	-1%	0%	-1%	1%
	建筑材料	23%	13%	3%	2%	23%	37%	57%	63%	23%	11%	0%	-10%	-7%	-13%	-12%	-10%	-7%	-1%	-5%	-6%	-8%	-2%
	建筑装饰	17%	18%	12%	13%	15%	13%	25%	24%	19%	17%	11%	8%	8%	7%	6%	6%	6%	7%	6%	2%	-2%	-4%
	交通运输	11%	12%	6%	5%	4%	6%	17%	30%	38%	38%	32%	19%	13%	8%	5%	3%	1%	-2%	-3%	-4%	-5%	-2%
工业制造	电力设备	12%	11%	6%	9%	11%	14%	26%	30%	33%	35%	35%	37%	41%	44%	38%	32%	20%	8%	1%	-6%	-10%	-4%
	机械设备	9%	12%	6%	10%	12%	9%	22%	23%	22%	20%	10%	2%	-2%	-3%	-3%	2%	3%	3%	4%	3%	4%	1%
	国防军工	9%	13%	8%	5%	7%	4%	10%	13%	12%	13%	11%	8%	8%	7%	6%	11%	11%	12%	12%	3%	-2%	-5%
	环保	-13%	0%	3%	10%	13%	9%	17%	22%	22%	18%	11%	3%	-2%	-3%	-3%	0%	2%	2%	2%	2%	1%	-2%
可选消费	汽车	-5%	0%	-7%	-4%	0%	-1%	20%	21%	13%	9%	-3%	-9%	-1%	4%	6%	19%	16%	16%	17%	10%	8%	-3%
	家用电器	7%	5%	-3%	-5%	-2%	1%	16%	21%	18%	16%	9%	4%	4%	0%	-1%	1%	2%	7%	8%	7%	7%	1%
	轻工制造	4%	6%	1%	3%	5%	6%	21%	28%	27%	25%	15%	9%	6%	2%	-1%	-3%	-4%	-3%	1%	2%	2%	-0.1%
	纺织服饰	-5%	-3%	-8%	-9%	-12%	-15%	-5%	2%	9%	13%	13%	8%	3%	-3%	-4%	-3%	-2%	7%	8%	7%	5%	-2%
	社会服务	5%	5%	-6%	-19%	-18%	-24%	-13%	10%	-2%	-4%	-9%	-21%	-12%	-6%	-2%	13%	21%	36%	34%	24%	16%	-8%
	美容护理	2%	11%	1%	-5%	-8%	4%	14%	15%	9%	0%	-2%	2%	13%	7%	7%	2%	-3%	-7%	-8%	-6%	-3%	3%
	商贸零售	5%	6%	0%	-5%	-8%	-9%	0%	6%	7%	6%	-2%	-7%	-7%	-10%	-8%	-5%	-5%	3%	2%	-1%	-2%	-2%
必选消费	农林牧渔	6%	13%	15%	19%	25%	25%	31%	31%	23%	16%	8%	5%	8%	13%	16%	16%	11%	5%	0%	-2%	-3%	-1%
	食品饮料	14%	16%	12%	12%	12%	8%	13%	11%	10%	11%	7%	7%	8%	8%	9%	9%	9%	7%	6%	4%	2%	-2%
医疗保健	医药生物	16%	13%	6%	3%	3%	5%	14%	16%	15%	13%	9%	8%	9%	10%	6%	6%	3%	1%	1%	-1%	0%	0.5%
金融业	银行	11%	10%	8%	7%	6%	5%	5%	5%	7%	8%	7%	6%	3%	-1%	0%	-2%	-3%	-2%	-3%	-3%	-1%	1%
	非银金融	14%	17%	10%	12%	12%	9%	12%	9%	4%	4%	-8%	-9%	-10%	-12%	0%	-4%	-7%	-7%	-18%	-15%	-5%	-10%
TMT	电子	7%	8%	6%	7%	10%	10%	18%	21%	19%	15%	7%	0%	-1%	-2%	-3%	-3%	-4%	-2%	3%	10%	14%	5%
	计算机	11%	11%	4%	4%	0%	-3%	6%	9%	14%	15%	12%	8%	6%	1%	-2%	-2%	-1%	2%	4%	6%	5%	-0.5%
	传媒	0%	1%	-2%	-2%	-3%	-4%	3%	8%	9%	7%	1%	-6%	-6%	-6%	-6%	0%	2%	6%	7%	4%	1%	3%
	通信	1%	0%	-2%	0%	1%	3%	9%	9%	10%	11%	9%	9%	9%	8%	8%	7%	6%	6%	5%	4%	4%	-0.03%
公用事业	公用事业	13%	12%	9%	3%	3%	3%	11%	17%	17%	20%	18%	17%	20%	16%	10%	10%	5%	6%	6%	2%	2%	-0.05%
房地产	房地产	18%	20%	15%	12%	11%	11%	17%	22%	21%	9%	3%	-7%	-11%	-8%	-6%	-1%	-1%	-1%	-4%	-11%	-16%	-4%

数据来源：Wind，国联证券研究所

一级行业中，非银、商贸零售和通信累计利润高增且加速增长

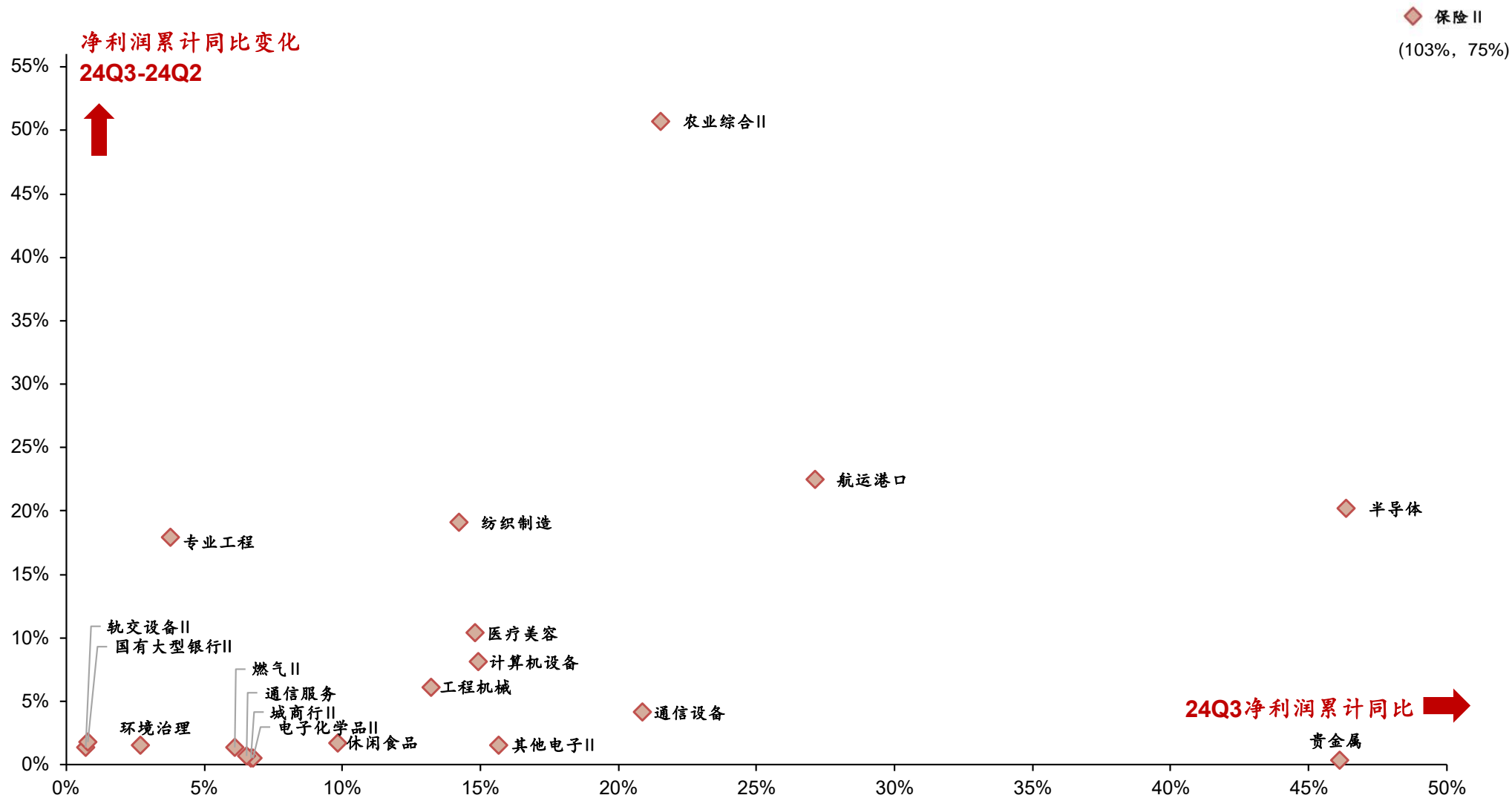
图：累计净利润高增长且加速增长的一级行业



数据来源：Wind，国联证券研究所

二级行业中，保险、半导体和航运港口利润高增且加速增长

图：净利润高增长且加速增长的二级行业



数据来源：Wind，国联证券研究所

2024年三季报业绩表现一览

图：申万一级行业净利润、营业收入同比增速及变化

申万一级行业		净利润TTM同比					营收TTM同比					申万一级行业		净利润累计同比					营收累计同比				
		2024Q2	2024Q3	△变化	趋势图	状态	2024Q2	2024Q3	△变化	趋势图	状态			2024Q2	2024Q3	△变化	趋势图	状态	2024Q2	2024Q3	△变化	趋势图	状态
非金融油		-1%	-5%	-3.6%		恶化	1%	-1%	-1.5%		恶化	非金融油		-7%	-7%	-0.4%		恶化	-1%	-2%	-0.6%		恶化
周期	煤炭	-26%	-21%	4.2%		改善	-11%	-9%	2.2%		改善	煤炭	-27%	-22%	4.9%		改善	-9%	-7%	1.9%		改善	
	石油石化	13%	2%	-10.3%		恶化	0%	-3%	-3.3%		恶化	石油石化	11%	1%	-9.6%		恶化	3%	-2%	-4.5%		恶化	
	基础化工	-20%	-14%	5.6%		改善	0%	0%	0.8%		改善	基础化工	-5%	-7%	-1.9%		恶化	2%	2%	0.4%		改善	
	钢铁	297%	-86%	-382.5%		恶化	1%	-6%	-2.7%		恶化	钢铁	-55%	-15%	-60.2%		恶化	-7%	-9%	-1.8%		恶化	
	有色金属	-13%	-8%	5.6%		改善	0%	-1%	-1.1%		恶化	有色金属	-3%	0%	2.9%		改善	2%	3%	0.6%		改善	
	建筑材料	-40%	-44%	-4.2%		恶化	-6%	-8%	-2.0%		恶化	建筑材料	-60%	-51%	9.7%		改善	-13%	-11%	1.4%		改善	
	建筑装饰	1%	-2%	-2.4%		恶化	2%	-2%	-3.6%		恶化	建筑装饰	-11%	-11%	-0.6%		恶化	-3%	-5%	-1.6%		恶化	
	交通运输	59%	20%	-38.3%		恶化	4%	-5%	-1.7%		恶化	交通运输	12%	8%	-4.1%		恶化	-2%	-3%	-1.0%		恶化	
制造	电力设备	-50%	-60%	-10.2%		恶化	-5%	-10%	-4.1%		恶化	电力设备	-56%	-56%	0.1%		改善	-10%	-11%	-0.4%		恶化	
	机械设备	-4%	-3%	1.1%		改善	3%	4%	1.2%		改善	机械设备	-3%	-1%	1.9%		改善	4%	5%	0.8%		改善	
	国防军工	-18%	-30%	-12.7%		恶化	3%	-2%	-5.2%		恶化	国防军工	-22%	-29%	-6.3%		恶化	-3%	-6%	-2.6%		恶化	
	环保	1%	8%	7.1%		改善	2%	1%	-1.6%		恶化	环保	2%	3%	0.6%		改善	4%	2%	-1.5%		恶化	
可选消费	汽车	41%	22%	-19.3%		恶化	10%	8%	-2.5%		恶化	汽车	20%	10%	-10.6%		恶化	7%	6%	-1.6%		恶化	
	家用电器	11%	8%	-2.7%		恶化	7%	7%	-0.8%		恶化	家用电器	8%	6%	-2.3%		恶化	6%	4%	-1.7%		恶化	
	轻工制造	35%	17%	-17.7%		恶化	2%	2%	-0.1%		恶化	轻工制造	15%	-3%	-18.5%		恶化	4%	2%	-2.0%		恶化	
	纺织服饰	49%	35%	-14.6%		恶化	7%	5%	-2.3%		恶化	纺织服饰	-6%	-7%	-1.2%		恶化	4%	0%	-4.1%		恶化	
	社会服务	534%	--	--		改善	24%	16%	-7.9%		恶化	社会服务	103%	31%	-71.8%		恶化	10%	7%	-2.6%		恶化	
	美容护理	27%	-17%	-43.8%		恶化	-5%	-3%	3.0%		改善	美容护理	1%	-18%	-16.8%		恶化	1%	1%	0.1%		改善	
	商贸零售	1041%	359%	-682.3%		恶化	-1%	-2%	-1.7%		恶化	商贸零售	-30%	6%	35.6%		改善	-5%	-6%	-0.7%		恶化	
	农林牧渔	-22%	564%	585.5%		改善	-2%	-3%	-1.1%		恶化	农林牧渔	178%	514%	335.4%		改善	-3%	-2%	1.4%		改善	
必选消费	食品饮料	17%	13%	-3.5%		恶化	4%	2%	-1.9%		恶化	食品饮料	14%	10%	-3.6%		恶化	4%	2%	-1.5%		恶化	
	医药生物	-9%	-10%	-1.1%		恶化	-1%	0%	0.5%		改善	医药生物	-3%	-7%	-4.6%		恶化	0%	0%	0.1%		改善	
	银行	0%	1%	0.6%		改善	3%	-1%	1.5%		改善	银行	0%	1%	1.1%		改善	-2%	-1%	0.9%		改善	
金融地产	非银金融	-3%	41%	44.8%		改善	-15%	-5%	10.0%		改善	非银金融	7%	52%	45.0%		改善	-16%	-3%	13.1%		改善	
	房地产	-285%	-711%	-425.4%		恶化	-11%	-16%	-4.1%		恶化	房地产	-239%	-177%	111.9%		改善	-22%	-23%	-1.9%		恶化	
TMT	电子	11%	28%	17.1%		改善	10%	14%	4.7%		改善	电子	47%	38%	-9.4%		恶化	16%	16%	-0.3%		恶化	
	计算机	-33%	-30%	3.2%		改善	6%	5%	-0.5%		恶化	计算机	-46%	-30%	16.5%		改善	8%	6%	-1.7%		恶化	
	传媒	45%	14%	-31.3%		恶化	4%	1%	-2.9%		恶化	传媒	-31%	-30%	0.8%		改善	2%	1%	-1.8%		恶化	
	通信	4%	7%	2.5%		改善	4%	4%	0.0%		恶化	通信	7%	8%	1.2%		改善	4%	4%	-0.2%		恶化	
公用事业	公用事业	50%	19%	-31.9%		恶化	2%	2%	0.0%		恶化	公用事业	17%	9%	-8.6%		恶化	-2%	-1%	1.3%		改善	

数据来源：Wind，国联证券研究所。社会服务净利润TTM同比基数过小，变化不具有可比性，故省略。

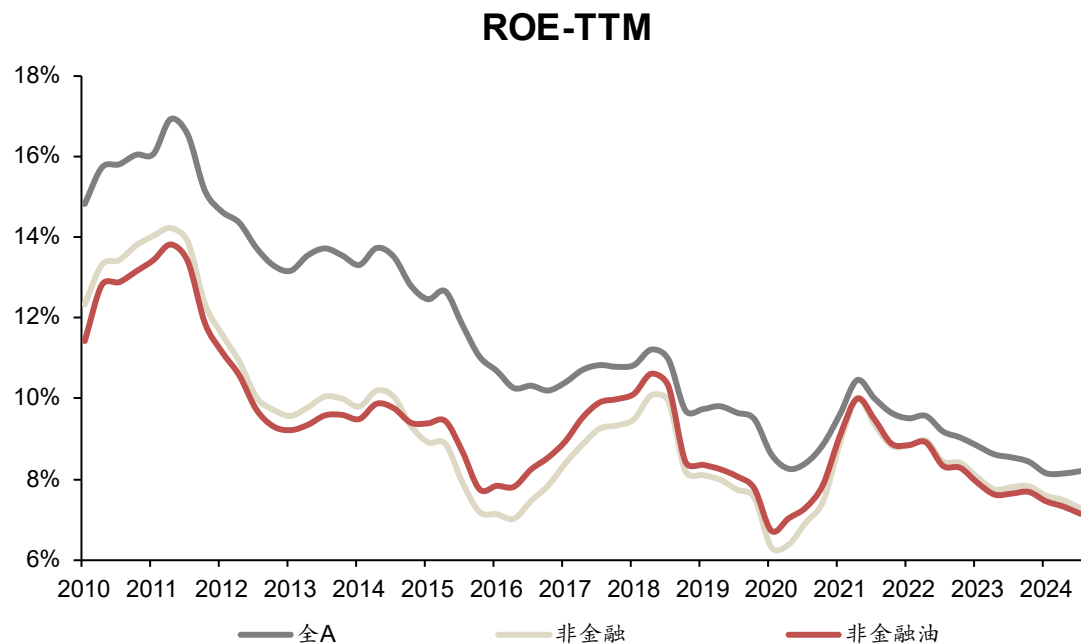


质量：服务消费量价齐升，周期制造偏弱

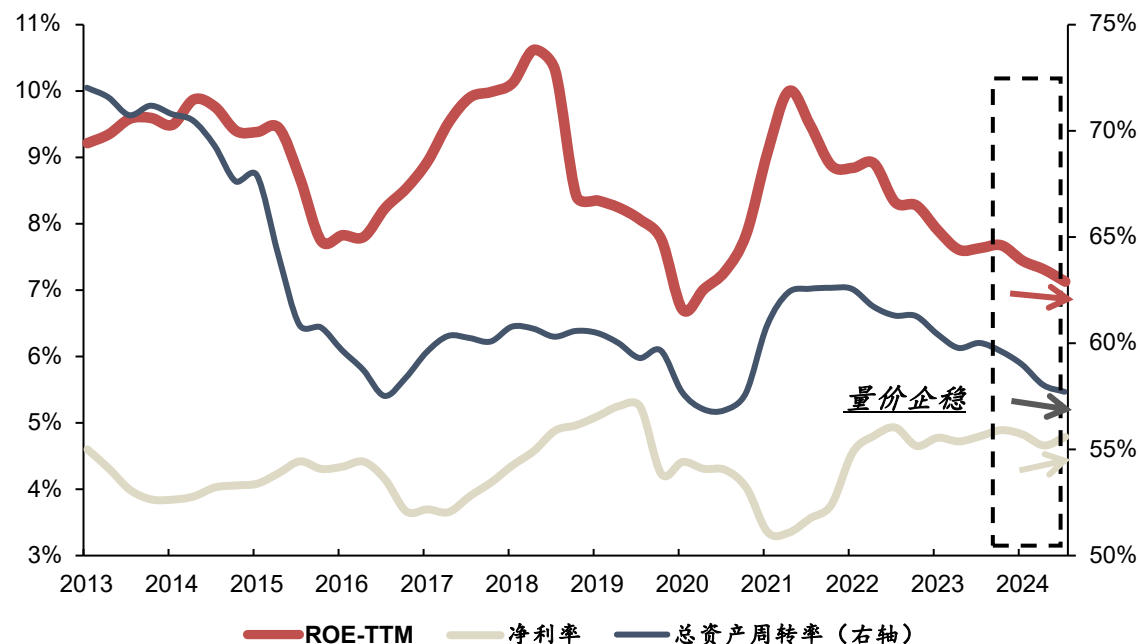
▶ ROE：价稳量跌，非金融油ROE持续下行

▼ 三季度全A整体ROE-TTM小幅回升，非金融油ROE-TTM小幅下探。全A、全A非金融、全A非金融油2024Q3的ROE-TTM分别为8.2%、7.3%和7.1%。

图：全A整体ROE-TTM企稳回升，非金融油小幅下探



图：净利率和周转率均已企稳，ROE或已筑底



非银和农林牧渔的ROE明显改善，周期制造和其他消费行业ROE有所下行

图：申万一级行业的ROE-TTM

ROE TTM		2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	△变化 (2024Q3-2024Q2)
周期	煤炭	12%	11%	10%	10%	10%	10%	11%	13%	14%	16%	19%	23%	23%	22%	21%	18%	16%	15%	13%	13%	12%	-1%
	石油石化	5%	6%	3%	1%	4%	4%	8%	11%	9%	9%	9%	12%	10%	12%	12%	11%	11%	11%	11%	12%	11%	-1%
	基础化工	7%	2%	1%	1%	1%	8%	10%	14%	16%	17%	18%	18%	16%	14%	11%	8%	7%	7%	6%	6%	6%	-0.2%
	钢铁	10%	8%	7%	6%	7%	8%	10%	15%	16%	14%	13%	9%	4%	4%	2%	1%	2%	3%	2%	2%	0%	-2%
	有色金属	1%	1%	1%	1%	1%	6%	8%	10%	12%	13%	15%	18%	18%	18%	16%	14%	13%	11%	10%	10%	10%	-0.1%
	建筑材料	17%	17%	15%	16%	18%	17%	20%	21%	17%	15%	15%	13%	10%	8%	6%	5%	5%	5%	4%	3%	3%	-0.4%
	建筑装饰	10%	10%	9%	9%	10%	9%	10%	10%	10%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	7%	-0.5%
	交通运输	9%	9%	6%	4%	3%	0%	2%	5%	6%	9%	10%	8%	7%	5%	5%	5%	7%	8%	8%	8%	8%	-0.1%
工业制造	电力设备	5%	5%	5%	5%	6%	8%	9%	10%	10%	10%	11%	13%	14%	15%	15%	13%	11%	9%	7%	5%	-2%	
	机械设备	4%	5%	4%	5%	6%	7%	9%	9%	9%	9%	8%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	6%	-0.3%	
	国防军工	3%	4%	4%	4%	5%	6%	5%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	5%	5%	5%	5%	4%	4%	3%	-1%	
	环保	3%	1%	1%	2%	2%	9%	10%	11%	10%	7%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	5%	6%	5%	5%	0.0%
可选消费	汽车	6%	5%	3%	4%	5%	6%	7%	7%	7%	6%	5%	5%	5%	5%	6%	6%	7%	8%	8%	8%	8%	-0.2%
	家用电器	16%	18%	15%	14%	15%	16%	18%	19%	18%	16%	16%	18%	18%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	18%	17%	-1%
	轻工制造	8%	10%	9%	9%	9%	8%	10%	11%	10%	9%	8%	7%	6%	6%	5%	5%	6%	7%	7%	7%	7%	-1%
	纺织服装	4%	3%	2%	1%	1%	2%	4%	6%	6%	7%	6%	6%	5%	4%	4%	5%	5%	8%	8%	8%	8%	-0.2%
	社会服务	3%	5%	1%	-2%	-3%	-6%	-5%	-3%	-5%	-6%	-6%	-7%	-6%	-6%	-4%	-2%	-1%	6%	6%	7%	8%	0.4%
	美容护理	11%	11%	10%	10%	8%	10%	1%	10%	7%	12%	10%	10%	9%	7%	7%	8%	10%	10%	10%	10%	8%	-2%
	商贸零售	9%	6%	4%	4%	3%	3%	4%	4%	3%	-3%	-3%	-3%	-4%	-1%	-1%	0%	0%	3%	2%	2%	3%	1%
必选消费	农林牧渔	7%	14%	17%	21%	23%	16%	17%	11%	0%	-7%	-13%	-12%	-5%	3%	5%	4%	1%	-1%	0%	3%	7%	4%
	食品饮料	22%	21%	20%	22%	21%	21%	22%	22%	21%	20%	20%	21%	21%	20%	20%	21%	21%	22%	21%	23%	22%	-1%
医疗保健	医药生物	9%	8%	7%	8%	9%	9%	11%	11%	11%	12%	13%	12%	11%	10%	8%	8%	8%	7%	7%	7%	7%	0.2%
金融业	银行	12%	12%	12%	11%	10%	11%	10%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	9%	-0.1%
	非银金融	12%	12%	11%	10%	10%	11%	11%	12%	10%	10%	9%	9%	8%	7%	8%	7%	7%	7%	6%	7%	9%	3%
TMT	电子	5%	6%	6%	7%	7%	7%	9%	10%	11%	12%	11%	10%	8%	7%	6%	5%	5%	4%	5%	5%	6%	0.4%
	计算机	8%	7%	5%	5%	5%	6%	7%	6%	6%	6%	5%	5%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	2%	2%	2%	0.1%
	传媒	-4%	-2%	-3%	-1%	-1%	0%	1%	2%	2%	6%	6%	5%	4%	2%	2%	3%	3%	5%	5%	4%	4%	-0.4%
	通信	0%	-2%	-3%	1%	1%	2%	3%	3%	4%	4%	4%	8%	8%	8%	8%	9%	9%	8%	8%	9%	9%	0.3%
公用事业	公用事业	8%	7%	7%	7%	8%	8%	9%	9%	6%	3%	3%	3%	4%	6%	6%	7%	8%	9%	9%	9%	9%	-0.3%
房地产	房地产	15%	14%	13%	13%	13%	11%	11%	10%	9%	2%	1%	-1%	-2%	-5%	-5%	-5%	-3%	-3%	-3%	-6%	-5%	0.5%

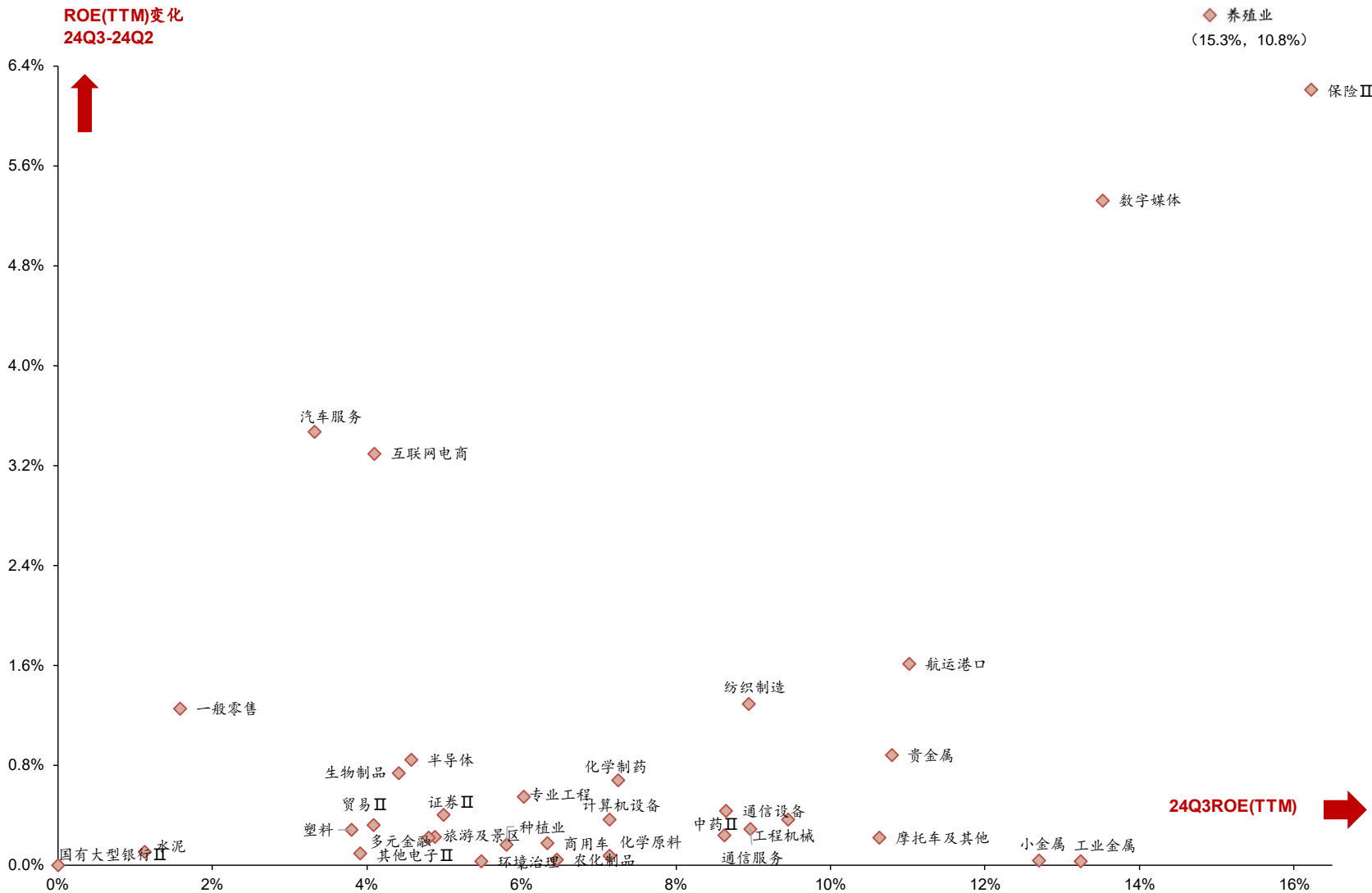
一级行业中，2024Q3非银金融、农林牧渔的ROE较高且持续提升

图：ROE较高且持续提升的一级行业



二级行业中，2024Q3养殖业、保险、数字媒体的ROE较高且持续提升

图：ROE较高且持续提升的二级行业



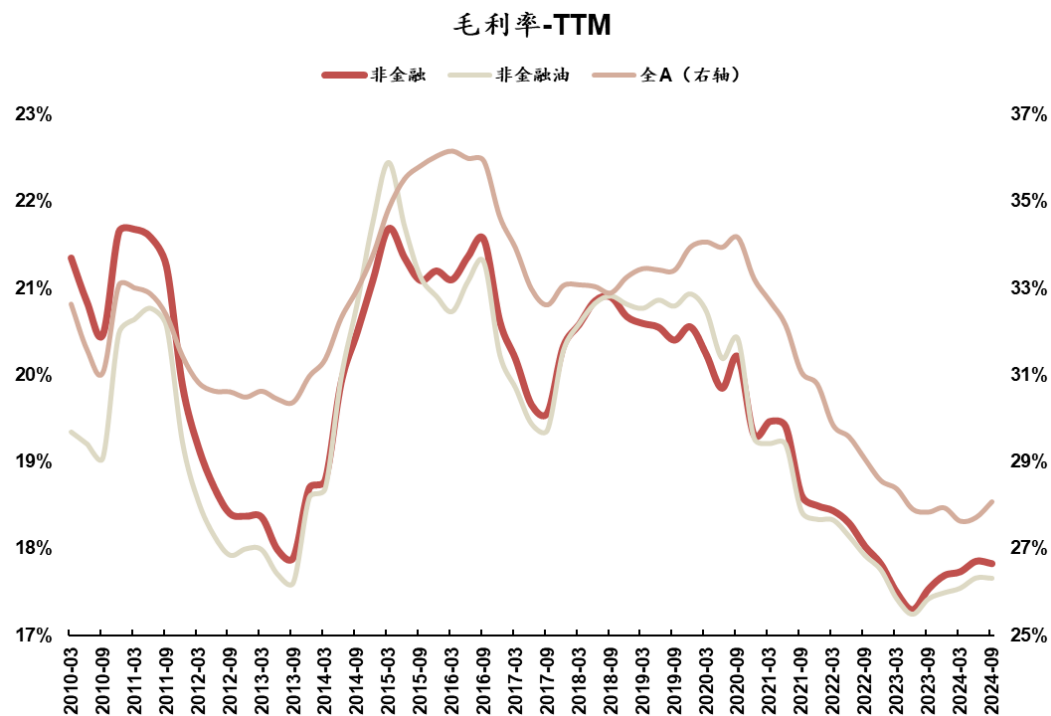
数据来源：Wind，国联证券研究所

▶ 利润率：非金融油毛利率近乎持平，净利率有所回升

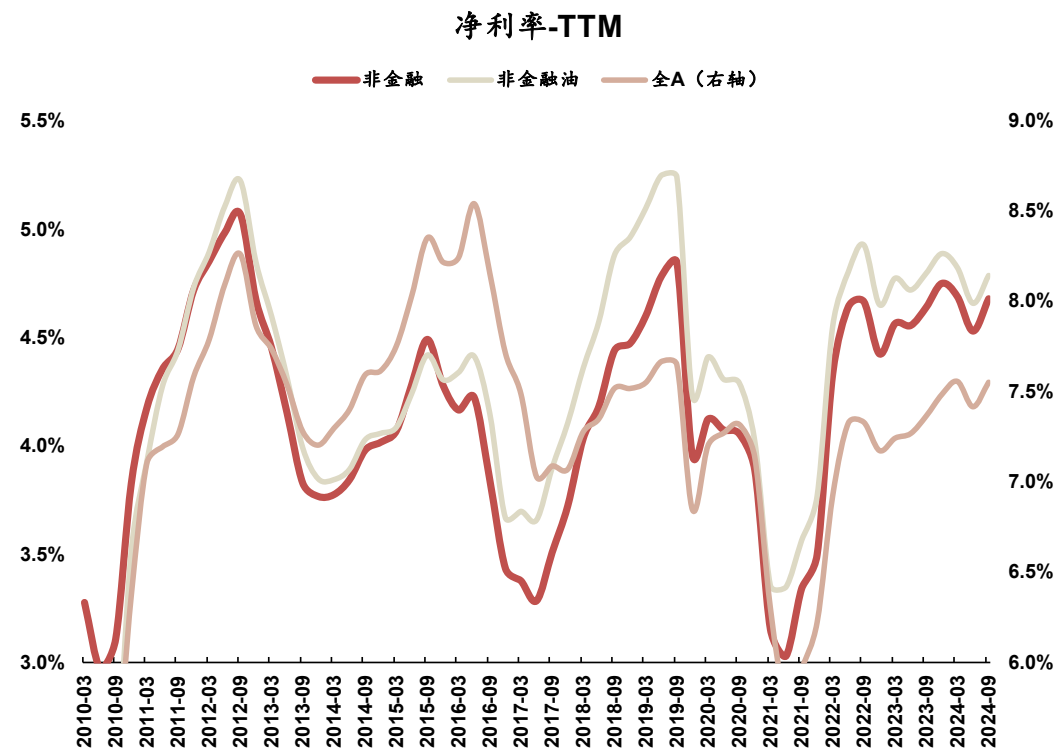
▼ 毛利率：三季度毛利率近乎持平，全A和非金融油2024Q3的毛利率-TTM分别为28.08%和17.66%。

▼ 净利率：三季度净利率小幅回升，全A和非金融油2024Q3的净利率-TTM分别为7.55%和4.79%。

图：全A及非金融毛利率-TTM

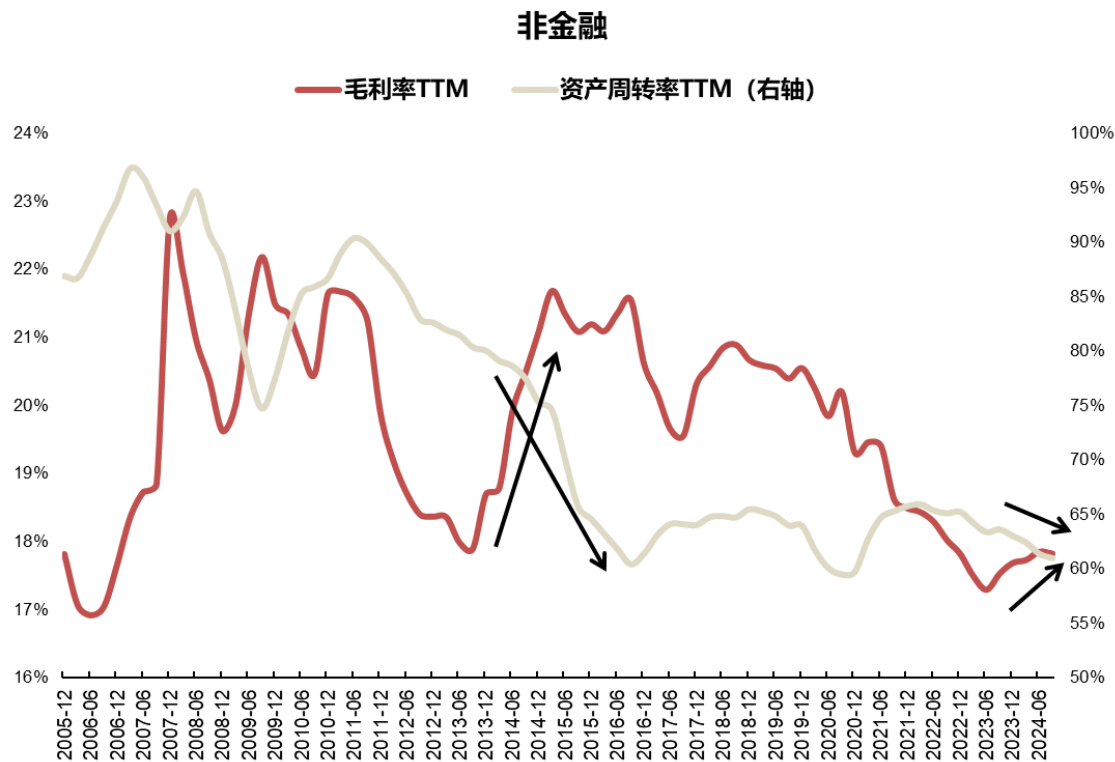


图：全A及非金融净利率-TTM

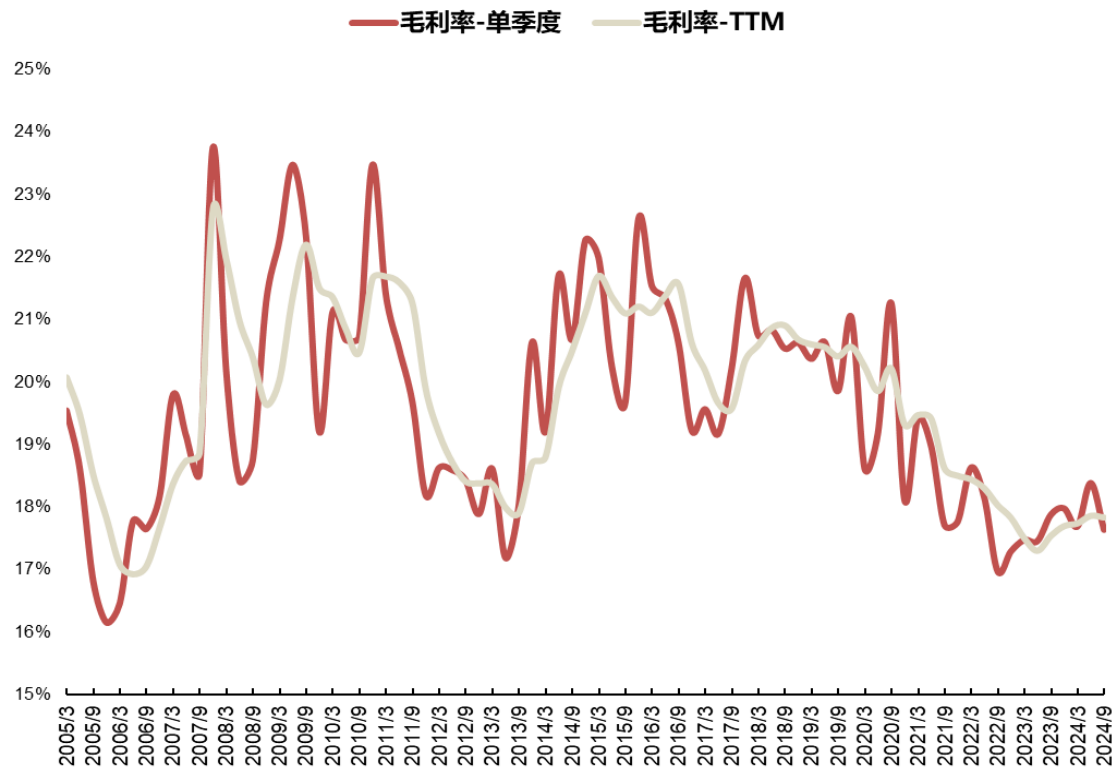


本轮周期略显反常，毛利率的底部拐点早于周转率，且并非基数原因

图：本轮周期和2014年-2015年较为相似，均为毛利率先见拐点



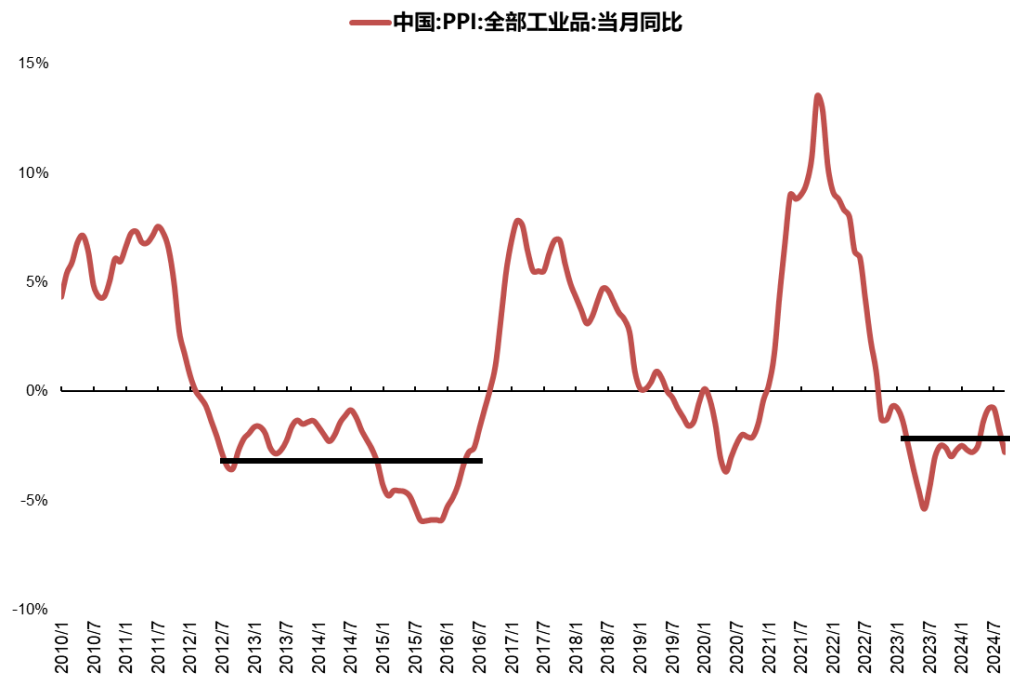
图：但并非基数原因，毛利率在单季度口径下的拐点甚至早于TTM口径



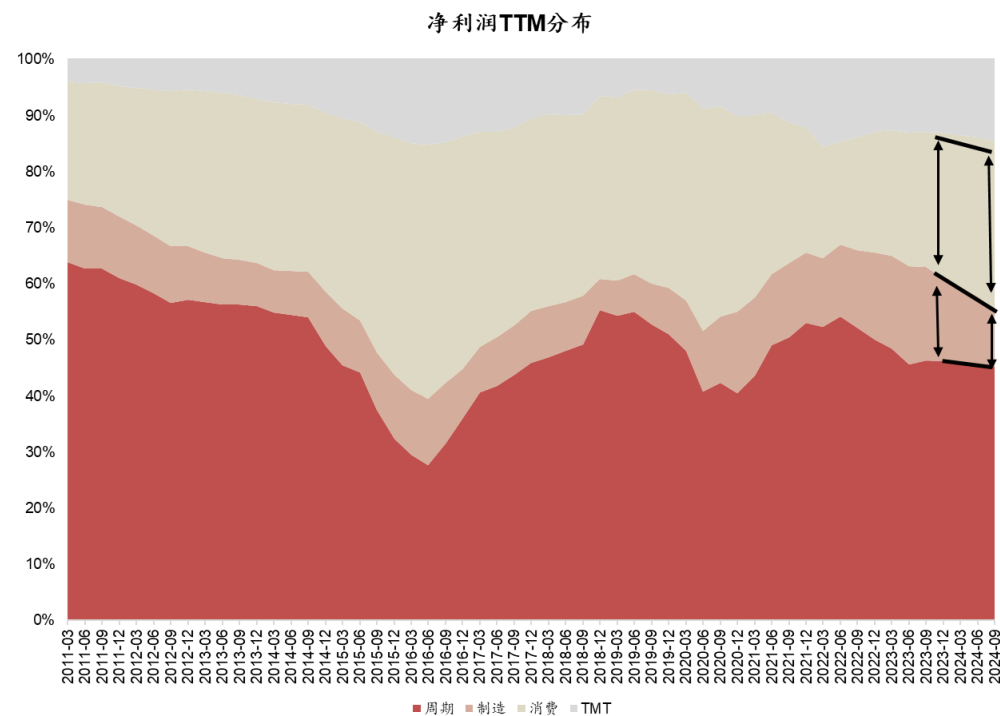
数据来源：Wind，国联证券研究所

当前与2014年-2015年具备相同的特征：PPI持续负增长、消费板块的利润占比明显扩大

图：宏观情景相似，PPI长时间处于负增区间



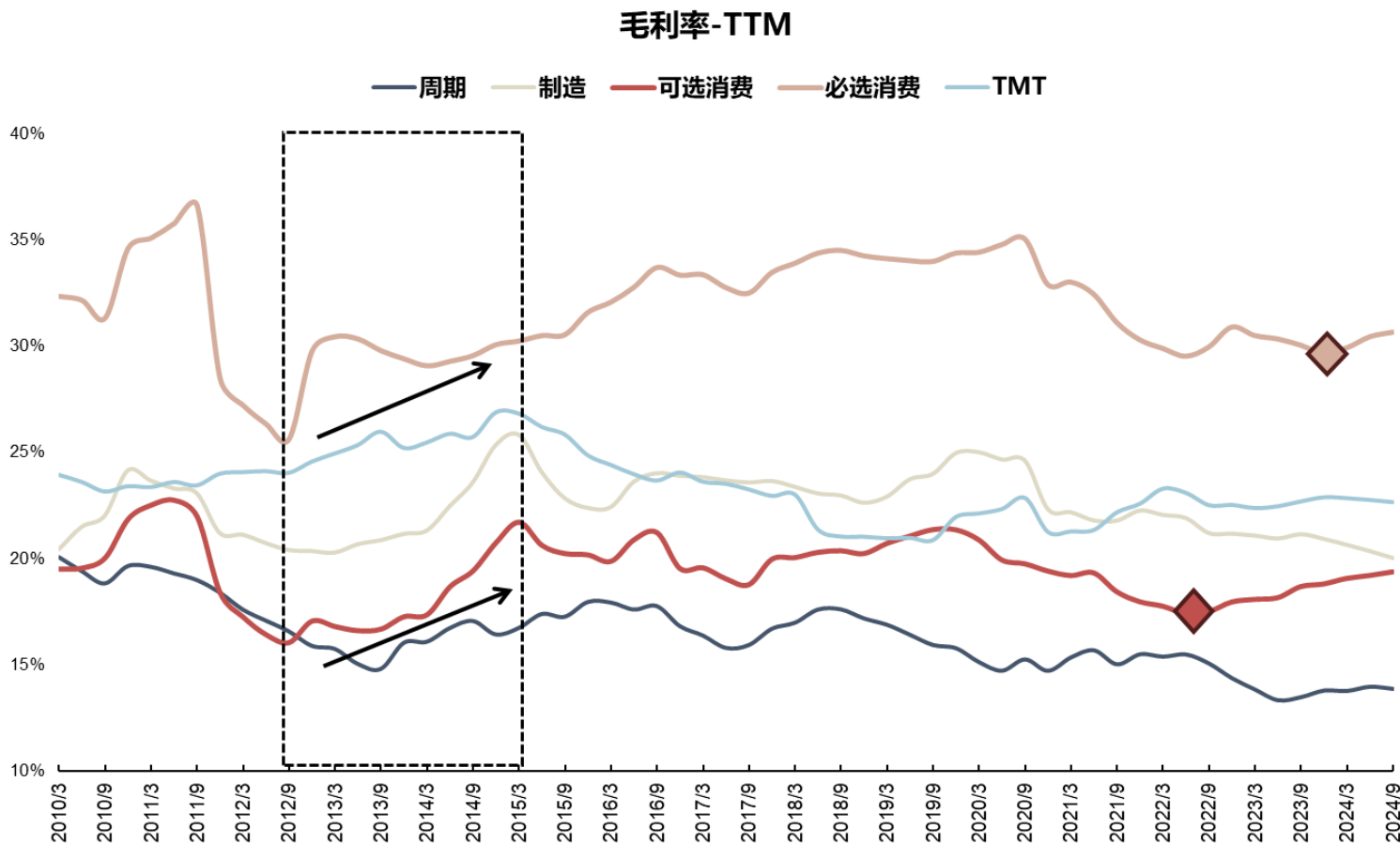
图：消费板块的利润占比明显扩大



数据来源：Wind，国联证券研究所

尽管当前不像2012年-2016年处于消费升级的阶段，但可选消费毛利率依旧最先见拐点

图：消费板块的毛利率拐点领先其他板块



数据来源：Wind，国联证券研究所

农林牧渔、汽车、交运的毛利率明显回升，钢铁、社服、医药生物的毛利率下滑较多

图：申万一级行业的毛利率-TTM

毛利率 TTM		2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	△变化 (2024Q3-2024Q2)	
周期	煤炭	29%	28%	28%	28%	28%	25%	26%	26%	27%	29%	31%	32%	33%	34%	34%	33%	32%	31%	30%	30%	30%	-0.3%	
	石油石化	17%	17%	16%	17%	18%	19%	21%	21%	20%	19%	19%	20%	19%	19%	18%	18%	19%	19%	20%	20%	19%	-0.2%	
	基础化工	23%	24%	23%	23%	22%	20%	21%	22%	23%	24%	24%	23%	22%	20%	19%	17%	17%	17%	16%	17%	17%	-0.1%	
	钢铁	15%	14%	13%	11%	12%	11%	12%	13%	13%	12%	11%	9%	7%	6%	5%	5%	5%	5%	6%	6%	6%	5%	-1%
	有色金属	10%	11%	11%	9%	9%	9%	10%	11%	11%	12%	13%	13%	13%	13%	12%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	-0.1%
	建筑材料	30%	31%	31%	30%	40%	42%	42%	44%	30%	26%	23%	18%	23%	20%	19%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	-0.2%
	建筑装饰	14%	13%	13%	13%	13%	12%	12%	11%	11%	13%	13%	12%	12%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	0.0%
	交通运输	11%	11%	10%	9%	7%	7%	8%	8%	9%	9%	9%	9%	9%	8%	8%	7%	7%	8%	8%	8%	9%	9%	0.5%
工业制造	电力设备	24%	22%	22%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	20%	20%	20%	20%	19%	19%	18%	17%	-1%	
	机械设备	23%	27%	28%	28%	29%	24%	23%	22%	22%	24%	23%	23%	22%	22%	22%	22%	24%	24%	24%	24%	24%	-0.1%	
	国防军工	24%	25%	24%	22%	20%	20%	20%	21%	21%	20%	21%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	19%	19%	19%	-0.2%	
	环保	27%	30%	30%	29%	30%	28%	29%	28%	27%	26%	26%	26%	26%	26%	26%	26%	26%	25%	25%	25%	26%	26%	0.1%
可选消费	汽车	18%	17%	16%	15%	15%	15%	15%	15%	14%	14%	14%	13%	13%	14%	14%	15%	15%	16%	16%	16%	17%	0.5%	
	家用电器	26%	25%	25%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	23%	23%	23%	23%	24%	25%	25%	26%	25%	25%	25%	25%	-0.4%	
	轻工制造	26%	27%	27%	27%	27%	26%	26%	26%	24%	22%	21%	20%	20%	20%	20%	21%	21%	22%	22%	22%	22%	-0.3%	
	纺织服装	27%	28%	28%	28%	28%	27%	25%	25%	25%	26%	26%	25%	25%	25%	24%	24%	25%	25%	24%	24%	24%	0.2%	
	社会服务	42%	42%	39%	36%	42%	43%	45%	46%	34%	28%	25%	21%	26%	26%	27%	30%	31%	31%	31%	31%	30%	29%	-1%
	美容护理	36%	37%	37%	39%	41%	41%	43%	42%	42%	42%	42%	41%	41%	42%	42%	44%	46%	49%	50%	50%	51%	51%	0.1%
	商贸零售	20%	20%	20%	19%	19%	18%	17%	17%	16%	16%	16%	16%	16%	15%	15%	15%	14%	15%	15%	15%	15%	15%	-0.2%
必选消费	农林牧渔	14%	18%	20%	21%	22%	18%	17%	15%	10%	7%	4%	3%	6%	10%	10%	10%	9%	7%	7%	8%	10%	2%	
	食品饮料	48%	48%	48%	48%	48%	46%	46%	46%	46%	46%	47%	46%	46%	47%	48%	48%	49%	50%	50%	51%	52%	0.3%	
医疗保健	医药生物	35%	34%	34%	34%	35%	35%	35%	36%	35%	35%	36%	35%	35%	35%	34%	34%	34%	33%	33%	33%	33%	-1%	
TMT	电子	14%	17%	17%	18%	19%	16%	16%	16%	17%	18%	18%	17%	16%	16%	15%	15%	15%	16%	16%	16%	16%	0.0%	
	计算机	27%	26%	26%	26%	27%	28%	28%	28%	28%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	28%	27%	27%	27%	27%	26%	26%	-0.3%
	传媒	32%	32%	31%	31%	31%	30%	30%	30%	30%	31%	31%	32%	31%	31%	31%	31%	32%	31%	31%	31%	30%	30%	-1%
	通信	26%	25%	25%	25%	25%	25%	24%	24%	26%	26%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	28%	28%	28%	28%	0.1%
公用事业	公用事业	26%	26%	27%	25%	26%	26%	25%	25%	20%	14%	14%	13%	14%	17%	16%	17%	19%	19%	20%	20%	21%	0%	
房地产	房地产	33%	32%	31%	30%	29%	27%	26%	24%	23%	21%	20%	20%	20%	18%	17%	17%	17%	17%	17%	16%	16%	-0.2%	

社服和公用事业的净利率回升，煤炭、农林牧渔的净利率明显下滑

图：申万一级行业的净利率-TTM

净利率 TTM		2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	△变化 (2024Q3-2024Q2)	
周期	煤炭	9%	8%	9%	9%	9%	8%	7%	7%	6%	6%	6%	7%	8%	10%	11%	15%	16%	16%	17%	14%	13%	-1%	
	石油石化	2%	2%	2%	2%	2%	3%	1%	0%	1%	1%	3%	3%	4%	3%	4%	4%	5%	5%	4%	4%	5%	0.3%	
	基础化工	7%	6%	6%	6%	5%	1%	1%	1%	1%	4%	6%	7%	9%	10%	11%	11%	11%	10%	8%	6%	6%	-0.5%	
	钢铁	7%	7%	6%	6%	4%	4%	3%	2%	2%	3%	3%	5%	6%	5%	5%	4%	2%	1%	1%	0%	1%	1%	
	有色金属	2%	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	2%	2%	3%	3%	3%	4%	5%	5%	6%	6%	5%	4%	-0.3%	
	建筑材料	10%	11%	12%	12%	10%	9%	7%	7%	8%	9%	10%	10%	11%	12%	12%	11%	9%	7%	6%	5%	5%	-0.2%	
	建筑装饰	3%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	0.0%	
	交通运输	4%	4%	4%	4%	5%	4%	3%	2%	1%	0%	1%	2%	2%	4%	4%	3%	3%	2%	2%	2%	3%	1%	
工业制造	电力设备	5%	3%	3%	3%	4%	4%	3%	3%	4%	4%	5%	5%	5%	4%	5%	5%	6%	8%	8%	8%	8%	-0.3%	
	机械设备	5%	2%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	4%	5%	7%	7%	7%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	-0.1%	
	国防军工	3%	2%	3%	3%	3%	3%	4%	4%	5%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	5%	5%	6%	6%	0.2%	
	环保	10%	5%	5%	5%	6%	2%	2%	3%	4%	10%	11%	11%	11%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	7%	-1%	
可选消费	汽车	5%	4%	3%	3%	3%	2%	1%	2%	2%	2%	3%	3%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	3%	3%	3%	0.4%	
	家用电器	7%	5%	6%	6%	6%	6%	5%	5%	5%	6%	6%	7%	6%	6%	7%	7%	7%	6%	6%	6%	6%	0.1%	
	轻工制造	9%	7%	7%	7%	7%	7%	6%	6%	6%	5%	6%	7%	6%	6%	5%	5%	5%	4%	4%	4%	4%	0.2%	
	纺织服装	6%	4%	5%	4%	4%	3%	2%	1%	2%	3%	4%	5%	5%	5%	6%	5%	5%	4%	4%	4%	4%	0.3%	
	社会服务	8%	3%	4%	4%	4%	6%	2%	-1%	-2%	-7%	-6%	-3%	-5%	-6%	-6%	-8%	-5%	-4%	-2%	-1%	0%	1%	
	美容护理	6%	5%	6%	7%	7%	7%	7%	8%	12%	8%	8%	8%	8%	6%	9%	9%	9%	9%	7%	8%	9%	10%	2%
	商贸零售	3%	3%	3%	3%	3%	3%	2%	2%	1%	1%	2%	2%	1%	-1%	-1%	-1%	-1%	0%	0%	0%	1%	0.3%	
必选消费	农林牧渔	3%	2%	1%	2%	3%	5%	6%	7%	8%	7%	7%	5%	0%	-3%	-5%	-4%	-2%	2%	3%	2%	1%	-1%	
	食品饮料	14%	14%	15%	15%	15%	15%	14%	15%	16%	16%	17%	17%	17%	16%	17%	17%	17%	17%	18%	18%	19%	1%	
医疗保健	医药生物	7%	6%	6%	6%	6%	5%	5%	5%	6%	6%	8%	7%	7%	8%	9%	9%	9%	9%	8%	7%	8%	0.2%	
TMT	电子	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	3%	3%	3%	4%	5%	6%	7%	7%	6%	6%	5%	4%	4%	3%	-1%	
	计算机	7%	4%	5%	5%	5%	6%	4%	4%	4%	4%	5%	4%	4%	5%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	0.0%	
	传媒	9%	0%	-1%	-3%	-4%	-2%	-3%	-1%	-1%	1%	2%	3%	5%	8%	7%	6%	6%	5%	5%	5%	6%	0.4%	
	通信	1%	1%	2%	0%	0%	-1%	-2%	1%	3%	3%	8%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	8%	8%	8%	8%	0.0%	
公用事业	公用事业	6%	6%	6%	7%	7%	6%	6%	6%	7%	7%	7%	7%	5%	3%	2%	2%	3%	4%	5%	5%	7%	2%	
房地产	房地产	9%	8%	8%	8%	8%	8%	7%	7%	7%	7%	7%	6%	6%	1%	1%	0%	0%	1%	1%	1%	1%	0.3%	

电力设备、钢铁和汽车的周转率明显下滑，电子和有色金属的周转率大幅提升

图：申万一级行业的总资产周转率-TTM

周转率 TTM		2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	△变化 (2024Q3-2024Q2)
周期	煤炭	53%	55%	53%	53%	52%	52%	54%	56%	59%	63%	68%	70%	69%	66%	64%	61%	59%	55%	53%	52%	52%	-0.7%
	石油石化	121%	115%	109%	99%	94%	88%	89%	98%	107%	113%	117%	121%	115%	118%	114%	111%	112%	110%	110%	108%	106%	-2.1%
	基础化工	67%	66%	63%	64%	63%	64%	68%	71%	74%	75%	78%	79%	77%	75%	71%	67%	66%	63%	62%	62%	62%	0.0%
	钢铁	86%	87%	87%	84%	82%	84%	93%	100%	109%	111%	110%	107%	103%	101%	98%	95%	95%	94%	93%	91%	88%	-3.1%
	有色金属	95%	97%	98%	98%	102%	107%	113%	121%	126%	130%	133%	135%	132%	128%	125%	121%	120%	115%	110%	109%	110%	1.9%
	建筑材料	62%	62%	59%	58%	70%	70%	84%	88%	65%	70%	69%	59%	55%	52%	51%	50%	49%	50%	47%	46%	45%	-1.0%
	建筑装饰	68%	69%	66%	67%	68%	69%	72%	72%	71%	70%	70%	69%	68%	68%	67%	65%	66%	66%	64%	61%	60%	-1.7%
	交通运输	73%	72%	69%	65%	65%	66%	69%	76%	80%	81%	82%	80%	80%	81%	78%	77%	78%	74%	72%	71%	71%	-0.4%
工业制造	电力设备	54%	54%	52%	53%	53%	55%	60%	60%	62%	63%	65%	66%	67%	70%	69%	68%	65%	63%	60%	57%	54%	-3.0%
	机械设备	53%	55%	53%	53%	55%	57%	59%	60%	61%	61%	59%	56%	55%	55%	53%	53%	52%	52%	51%	51%	51%	0.4%
	国防军工	44%	43%	43%	43%	41%	41%	43%	42%	41%	41%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	38%	37%	-1.0%
	环保	29%	30%	30%	29%	29%	29%	31%	32%	32%	32%	32%	30%	30%	30%	29%	29%	29%	29%	29%	29%	28%	-0.4%
可选消费	汽车	85%	85%	80%	79%	79%	80%	87%	88%	84%	81%	78%	74%	75%	77%	76%	79%	79%	80%	80%	80%	77%	-2.8%
	家用电器	98%	96%	90%	86%	87%	90%	93%	94%	94%	93%	92%	91%	89%	86%	84%	83%	84%	84%	83%	83%	82%	-1.4%
	轻工制造	62%	64%	62%	61%	62%	64%	71%	72%	72%	74%	72%	71%	71%	70%	68%	67%	67%	67%	67%	67%	66%	-1.2%
	纺织服装	66%	66%	62%	60%	59%	58%	68%	71%	78%	77%	79%	79%	78%	74%	76%	77%	76%	79%	80%	81%	80%	-1.5%
	社会服务	51%	52%	48%	41%	41%	40%	40%	43%	39%	35%	35%	33%	33%	33%	35%	38%	40%	44%	46%	46%	47%	0.6%
	美容护理	49%	48%	44%	42%	48%	45%	54%	49%	48%	50%	49%	51%	52%	51%	58%	57%	55%	61%	61%	60%	60%	0.0%
	商贸零售	99%	98%	94%	89%	86%	85%	85%	88%	86%	82%	81%	78%	78%	76%	76%	76%	77%	85%	84%	83%	82%	-0.7%
必选消费	农林牧渔	90%	93%	90%	91%	91%	90%	94%	93%	92%	90%	87%	89%	92%	95%	96%	97%	97%	95%	95%	95%	94%	-0.3%
	食品饮料	78%	78%	79%	81%	78%	76%	79%	78%	76%	72%	72%	73%	70%	69%	71%	72%	70%	68%	69%	69%	67%	-1.2%
医疗保健	医药生物	76%	76%	73%	72%	71%	72%	74%	73%	73%	72%	70%	70%	69%	68%	67%	67%	66%	64%	64%	63%	63%	0.2%
TMT	电子	87%	90%	90%	88%	83%	82%	85%	86%	83%	80%	77%	74%	72%	70%	67%	65%	63%	64%	65%	66%	73%	6.8%
	计算机	77%	79%	75%	74%	69%	69%	71%	72%	71%	71%	73%	71%	69%	67%	67%	66%	65%	64%	65%	66%	65%	-1.1%
	传媒	49%	51%	50%	49%	49%	50%	51%	52%	53%	51%	50%	48%	47%	47%	47%	47%	49%	49%	49%	49%	49%	-0.4%
	通信	58%	57%	56%	56%	57%	58%	59%	60%	60%	61%	56%	56%	56%	57%	56%	57%	56%	57%	57%	57%	57%	0.3%
公用事业	公用事业	31%	31%	31%	30%	30%	30%	32%	32%	32%	33%	34%	35%	35%	35%	34%	34%	34%	33%	32%	31%	30%	-1.1%
房地产	房地产	22%	22%	21%	21%	21%	21%	22%	22%	23%	22%	21%	20%	20%	20%	21%	21%	22%	22%	22%	21%	21%	-0.5%

杜邦拆解：服务消费量价齐升，周期制造周转率显著下滑拖累ROE

图：申万一级行业2024年中报ROE杜邦拆解一览

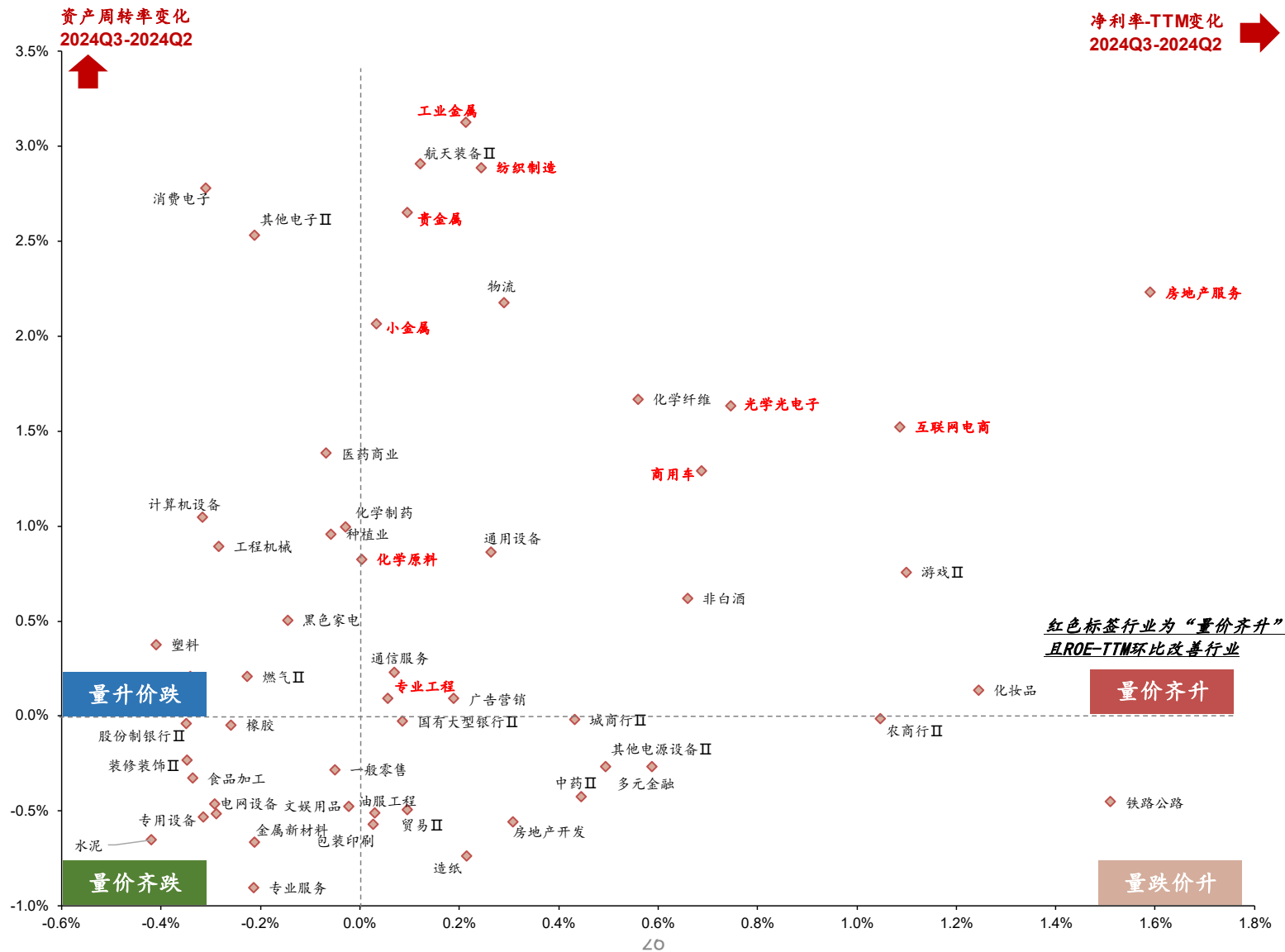
申万一级行业		ROE-TTM		净利率-TTM		资产负债率-TTM		资产周转率-TTM		△ROE (24Q3-24Q2)	△净利率 (24Q3-24Q2)	△资产负债率 (24Q3-24Q2)	△资产周转率 (24Q3-24Q2)	状态
		24Q2	24Q3	24Q2	24Q3	24Q2	24Q3	24Q2	24Q3					
非金融油		7.3%	7.1%	4.7%	4.8%	59.4%	58.7%	58.0%	57.7%	-0.2%	0.1%	-0.7%	-0.3%	量跌价升
周期	煤炭	12.7%	12.2%	14.5%	13.5%	46.1%	44.8%	52.3%	51.6%	-0.6%	-1.0%	-1.4%	-0.7%	量价齐跌
	石油石化	11.5%	11.0%	4.2%	4.6%	49.2%	49.2%	107.7%	105.6%	-0.5%	0.3%	0.0%	-2.1%	量跌价升
	基础化工	6.4%	6.2%	6.3%	5.9%	48.6%	48.5%	61.6%	61.6%	-0.2%	-0.5%	-0.2%	0.0%	量价齐跌
	钢铁	2.4%	0.3%	0.3%	1.0%	56.2%	56.9%	90.7%	87.6%	-2.1%	0.7%	0.7%	-3.1%	量跌价升
	有色金属	10.5%	10.4%	4.8%	4.4%	51.3%	50.1%	108.6%	110.4%	-0.1%	-0.3%	-1.2%	1.9%	量升价跌
	建筑材料	3.1%	2.7%	5.1%	4.9%	50.6%	50.6%	45.6%	44.6%	-0.4%	-0.2%	0.0%	-1.0%	量价齐跌
	建筑装饰	7.8%	7.4%	2.2%	2.2%	76.8%	76.7%	61.2%	59.5%	-0.5%	0.0%	-0.1%	-1.7%	量跌价升
	交通运输	8.1%	8.0%	2.5%	3.3%	57.9%	56.9%	71.3%	70.9%	-0.1%	0.8%	-1.0%	-0.4%	量跌价升
制造	电力设备	6.7%	4.9%	8.5%	8.2%	60.0%	59.7%	56.6%	53.6%	-1.8%	-0.3%	-0.2%	-3.0%	量价齐跌
	机械设备	6.6%	6.4%	6.2%	6.1%	51.5%	51.3%	50.9%	51.3%	-0.3%	-0.1%	-0.3%	0.4%	量升价跌
	国防军工	3.8%	3.2%	5.7%	5.9%	50.3%	51.0%	37.5%	36.5%	-0.6%	0.2%	0.7%	-1.0%	量跌价升
	环保	5.4%	5.4%	7.6%	7.1%	57.7%	57.3%	28.8%	28.4%	0.0%	-0.5%	-0.4%	-0.4%	量价齐跌
可选消费	汽车	8.5%	8.3%	2.8%	3.2%	60.8%	60.9%	79.7%	76.9%	-0.2%	0.4%	0.1%	-2.8%	量跌价升
	家用电器	17.8%	16.6%	5.9%	6.0%	61.2%	58.9%	83.3%	81.8%	-1.2%	0.1%	-2.3%	-1.4%	量跌价升
	轻工制造	7.3%	6.5%	4.0%	4.2%	49.2%	48.5%	67.0%	65.9%	-0.8%	0.2%	-0.8%	-1.2%	量跌价升
	纺织服饰	8.3%	8.0%	4.1%	4.4%	44.6%	39.0%	81.5%	80.0%	-0.2%	0.3%	-5.6%	-1.5%	量跌价升
	社会服务	7.3%	7.7%	-1.2%	0.1%	46.3%	45.3%	46.4%	47.0%	0.4%	1.3%	-1.0%	0.6%	量价齐升
	美容护理	10.4%	8.4%	8.5%	10.4%	32.0%	31.9%	60.3%	60.3%	-2.0%	1.9%	-0.1%	0.0%	量价齐升
	商贸零售	2.2%	3.2%	0.5%	0.7%	62.2%	61.0%	82.6%	81.9%	1.0%	0.3%	-1.2%	-0.7%	量跌价升
必选消费	农林牧渔	3.1%	7.1%	2.3%	1.1%	57.7%	56.1%	94.7%	94.4%	4.1%	-1.2%	-1.6%	-0.3%	量价齐跌
	食品饮料	23.1%	22.1%	18.2%	18.9%	34.2%	31.5%	68.5%	67.3%	-1.0%	0.7%	-2.7%	-1.2%	量跌价升
	医药生物	7.0%	7.2%	7.3%	7.5%	39.1%	38.7%	63.2%	63.4%	0.2%	0.2%	-0.5%	0.2%	量价齐升
金融地产	银行	9.5%	9.4%	37.6%	37.6%	92.1%	92.1%	2.0%	1.9%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	量跌价升
	非银金融	6.7%	9.4%	11.5%	10.3%	85.1%	85.4%	8.0%	8.2%	2.6%	-1.2%	0.3%	0.3%	量升价跌
	房地产	-5.6%	-5.1%	0.9%	1.3%	78.1%	76.0%	21.2%	20.7%	0.5%	0.3%	-2.2%	-0.5%	量跌价升
TMT	电子	5.2%	5.6%	3.7%	3.2%	46.3%	48.3%	65.9%	72.7%	0.4%	-0.6%	2.0%	6.8%	量升价跌
	计算机	2.3%	2.4%	3.0%	3.0%	42.8%	44.0%	65.7%	64.6%	0.1%	0.0%	1.2%	-1.1%	量价齐跌
	传媒	4.2%	3.8%	5.2%	5.6%	39.9%	40.0%	49.5%	49.1%	-0.4%	0.4%	0.1%	-0.4%	量跌价升
	通信	8.6%	8.9%	7.9%	7.8%	40.8%	41.1%	56.9%	57.1%	0.3%	0.0%	0.3%	0.3%	量升价跌
公用事业	公用事业	9.5%	9.2%	5.5%	7.0%	64.6%	63.8%	31.4%	30.3%	-0.3%	1.5%	-0.8%	-1.1%	量跌价升

净利率改善，但周转率下降拉低ROE

净利率和周转率均改善，推升ROE

关注量价齐升带动ROE回升的二级行业：商用车、光学光电子、纺织制造等

图：ROE、净利率、资产周转率同步回升的申万二级行业一览



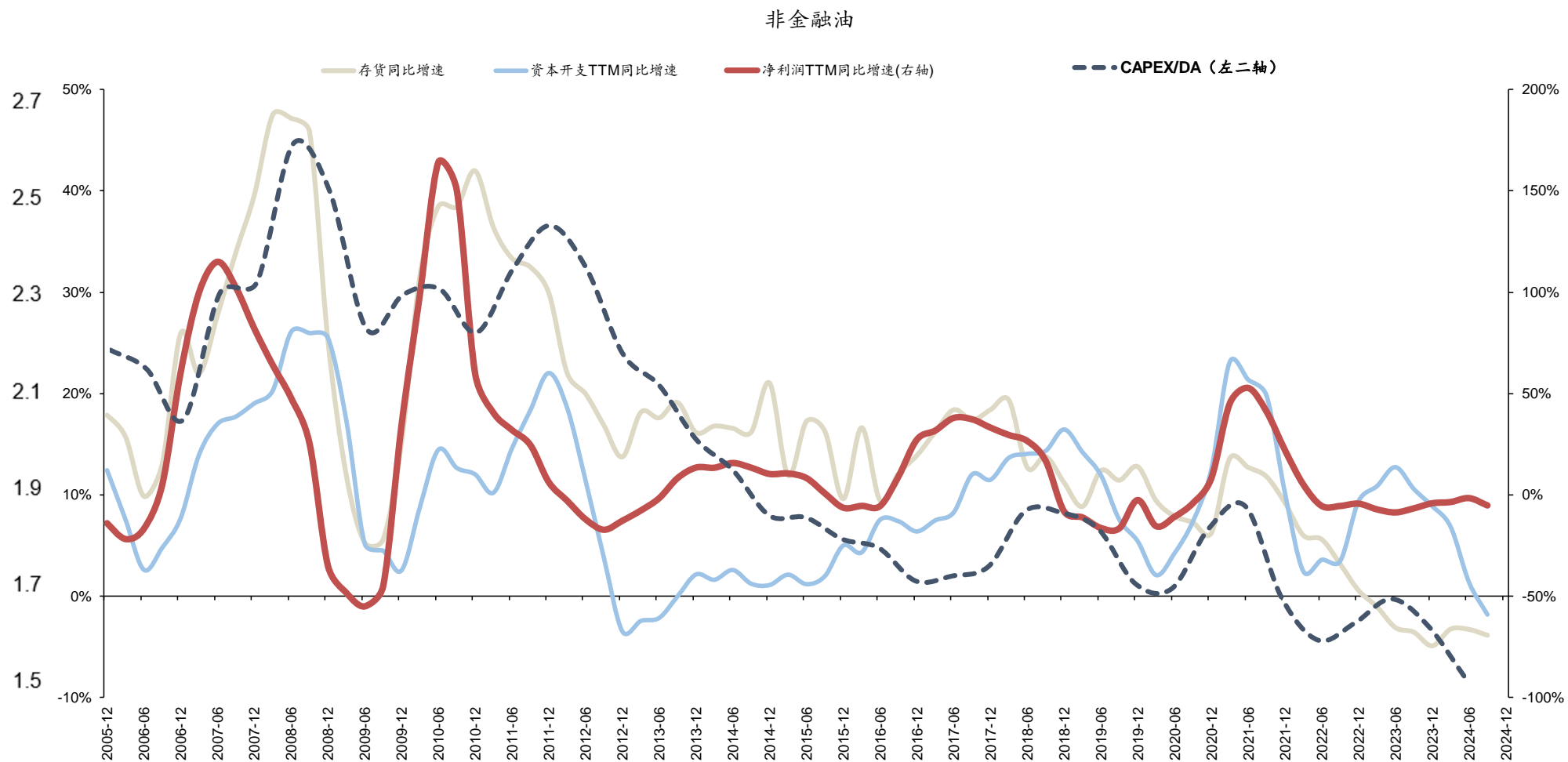
数据来源：Wind，国联证券研究所



供需收敛，寻找有望底部反转的细分行业

▶ 产能周期：供给侧几乎已至历史底部，后续赔率较高

图：净利润、开支、库存均位于历史底部位置



数据来源：Wind，国联证券研究所

如何定义经营状态？开支和库存刻画供需，筹资和偿债描绘扩张意愿

图：非金融油筹资现金流占营收比下行、偿债现金支出增加、资本开支和库存增速均下行

申万行业	筹资现金流占营收比			偿债现金支出同比			资本开支增速			库存增速		
	Δ(24Q3-24Q2)	24Q3分位	趋势图	Δ(24Q3-24Q2)	24Q3分位	趋势图	Δ(24Q3-24Q2)	24Q3分位	趋势图	Δ(24Q3-24Q2)	24Q3分位	趋势图
非金融油	-0.5%	2%		1.8%	32%		-3.2%	7%		-0.6%	3%	
国防军工	-2.1%	20%		-2.8%	53%		-1.1%	88%		-2.7%	15%	
公用事业	-1.4%	42%		1.8%	28%		-7.8%	75%		-3.8%	35%	
煤炭	-5.7%	20%		-22.2%	2%		5.6%	63%		3.5%	28%	
非银金融	-3.8%	10%		-7.4%	32%		-14.3%	62%				
通信	-0.4%	10%		-13.0%	22%		1.2%	58%		1.6%	22%	
轻工制造	-0.3%	2%		0.3%	78%		-1.9%	58%		4.2%	30%	
交通运输	-0.2%	8%		2.1%	12%		-3.0%	55%		-7.1%	2%	
纺织服装	-2.4%	2%		20.0%	88%		0.0%	50%		3.5%	32%	
有色金属	-1.4%	2%		-3.6%	35%		-1.8%	47%		-4.4%	30%	
美容护理	-2.0%	5%		9.0%	53%		8.3%	47%		3.5%	12%	
传媒	0.3%	3%		1.6%	53%		6.4%	47%		-3.1%	13%	
钢铁	0.8%	75%		5.2%	82%		5.0%	40%		-7.1%	27%	
银行	0.3%	87%		-5.8%	25%		-4.9%	38%				
石油石化	-0.7%	3%		5.3%	57%		-2.9%	30%		-10.8%	27%	
商贸零售	-0.2%	12%		1.8%	25%		5.4%	30%		2.2%	8%	
机械设备	-1.1%	2%		6.6%	58%		3.3%	30%		-0.4%	15%	
环保	-2.5%	2%		5.1%	40%		-0.8%	28%		3.8%	17%	
建筑材料	-2.2%	55%		-0.1%	10%		0.6%	27%		0.0%	3%	
家用电器	-2.8%	48%		4.0%	18%		-2.3%	25%		0.1%	35%	
电子	-1.9%	2%		-1.6%	2%		0.8%	23%		1.8%	23%	
建筑装饰	0.0%	33%		4.2%	87%		-6.0%	23%		-4.1%	23%	
计算机	-1.3%	2%		15.8%	55%		-0.8%	18%		1.7%	48%	
食品饮料	-3.6%	2%		-6.7%	17%		-0.7%	17%		1.3%	17%	
农林牧渔	-0.6%	2%		-2.6%	45%		-4.3%	13%		1.2%	13%	
社会服务	-0.9%	2%		12.5%	90%		-7.7%	12%		-6.1%	5%	
汽车	0.2%	18%		21.4%	53%		-7.6%	10%		0.9%	35%	
电力设备	-1.2%	13%		-0.6%	60%		-8.0%	8%		-2.9%	12%	
基础化工	-0.9%	17%		2.1%	73%		-6.7%	7%		3.8%	43%	
房地产	-0.7%	20%		-0.4%	7%		-1.6%	5%		-0.1%	2%	
医药生物	-1.0%	2%		1.3%	42%		-3.4%	2%		3.3%	6%	

报表周期组合：各行业如何寻找反转？

图：各板块行业如何寻找反转？——关键财务因子筛选条件汇总

板块	一级行业	周转率底部		现金流不低		资本开支底部		库存底部	
		有效性	筛选标准	有效性	筛选标准	有效性	筛选标准	有效性	筛选标准
周期	有色金属	2	历史分位数 < 30%	0	历史分位数 > 20%	0	历史分位数 < 40%	0	历史分位数 < 40%
	石油石化	2		1		2		0	
	煤炭	2		0		2		2	
	基础化工	2		0		0		2	
	建筑装饰	2		0		1		1	
	钢铁	2		1		0		2	
	建筑材料	2		1		2		2	
	交通运输	2		2		1		0	
制造	轻工制造	0	历史分位数 < 30%	1	历史分位数 > 40%	0	历史分位数 < 40%	1	历史分位数 < 40%
	公用事业	1		1		0		0	
	机械设备	2		0		2		2	
	环保	1		2		0		1	
	国防军工	1		2		0		0	
	电力设备	0		2		1		0	
消费	农林牧渔	0	历史分位数 < 30%	1	历史分位数 > 20%	0	历史分位数 < 40%	1	历史分位数 < 40%
	社会服务	2		1		2		0	
	家用电器	2		0		1		1	
	食品饮料	1		0		0		2	
	医药生物	1		0		1		1	
	汽车	1		1		2		2	
	商贸零售	1		1		2		1	
	美容护理	0		0		0		0	
	纺织服饰	1		1		0		0	
TMT	传媒	0	历史分位数 < 30%	0	历史分位数 > 20%	1	历史分位数 < 50%	2	历史分位数 < 50%
	电子	2		0		2		2	
	计算机	0		0		0		0	
	通信	0		0		0		0	

周期：低周转+
低开支+低库存

制造：高现金流+
低开支+低库存

消费：低周转+
低开支+低库存

TMT：低周转+
低开支+低库存

① 周转率：周期行业，更容易在周转率的底部迎来营收增速改善

图：不同周转率指标状态下，未来营收增速的平均提升幅度

板块	行业	固定资产周转率分位数 < X 未来一年营收增速提升幅度						存货周转率分位数 < X 未来一年营收增速提升幅度						应收账款周转率分位数 < X 未来一年营收增速提升幅度					
		X=10%	X=20%	X=30%	X=40%	X=50%	X=60%	X=10%	X=20%	X=30%	X=40%	X=50%	X=60%	X=10%	X=20%	X=30%	X=40%	X=50%	X=60%
周期	有色金属	26%	20%	9%	5%	1%	1%				8%	1%	-3%	1%	0%	-1%	-1%	-1%	-1%
	石油石化	21%	13%	17%	14%	8%	5%		26%	9%	13%	13%	8%	5%	1%	3%	3%	1%	-1%
	煤炭	24%	17%	10%	4%	2%	4%	15%	10%	13%	15%	13%	9%	9%	8%	6%	5%	1%	-2%
	基础化工	15%	8%	5%	6%	5%	3%	22%	16%	13%	6%	6%	4%	3%	2%	0%	2%	1%	-2%
	建筑装饰	16%	9%	5%	2%	1%	0%	1%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	2%	1%	-1%	-1%	-1%	-1%
	钢铁	11%	10%	6%	6%	6%	4%	14%	7%	6%	4%	5%	2%	7%	8%	7%	5%	3%	1%
	建筑材料	19%	17%	17%	14%	12%	10%	11%	5%	5%	4%	4%	2%	8%	4%	3%	3%	3%	2%
制造	交通运输			6%	4%	5%	3%	3%	0%	-2%	-3%	-3%	-3%	9%	11%	9%	9%	8%	3%
	轻工制造		2%	2%	-1%	-1%	-1%	1%	-7%	-4%	-2%	-1%	-1%	4%	4%	4%	5%	4%	2%
	公用事业	5%	3%	2%	2%	2%	1%	1%	-1%	1%				0%	0%	0%	-1%	-1%	-1%
	机械设备	6%	8%	3%	2%	2%	1%	6%	3%	2%	2%	1%	-2%	6%	3%	-2%	0%	0%	1%
	环保					12%	10%	4%	9%	12%	13%	8%	7%	4%	2%	1%	1%	0%	1%
	国防军工	3%	2%	0%	1%	-1%	-1%	3%	0%	-1%	0%	-1%	-1%	2%	-1%	-1%	-1%	-2%	-2%
	电力设备	4%	3%	2%	3%	3%	3%			8%	-1%	-1%	-1%	5%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
消费	农林牧渔	2%	2%	2%	2%	1%	0%		-4%	-5%	-3%	-2%	2%		1%	2%	2%	2%	6%
	社会服务	42%	25%	20%	15%	14%	12%			11%	11%	9%	7%	6%	5%	2%	1%	1%	1%
	家用电器	21%	14%	10%	9%	5%	3%	2%	1%	-1%	-3%	-5%	-5%	8%	5%	1%	-1%	-1%	-1%
	食品饮料	3%	3%	3%	2%	2%	1%	-1%	-1%	-1%	-1%	0%	-1%	4%	3%	2%	2%	1%	0%
	医药生物	3%	3%	1%	0%	0%	0%	3%	0%	0%	-1%	0%	-1%	-1%	-1%	-1%	-2%	-2%	-1%
	汽车	3%	2%	1%	1%	1%	0%	10%	5%	1%	0%	-1%	-2%	1%	3%	2%	1%	1%	0%
	商贸零售	10%	8%	7%	4%	1%	-1%	2%	0%	-1%	-1%	-2%	-2%	-1%	-1%	-1%	-1%	-2%	-2%
	美容护理	-6%	-2%	-1%	0%	1%	1%	4%	6%	4%	4%	4%	2%	2%	1%	1%	0%	-1%	0%
金融地产	纺织服装		25%	20%	20%	18%	18%	11%	20%	16%	6%	6%	5%	-1%	1%	0%	0%	0%	-1%
	房地产			5%	3%	1%	2%	14%	3%	5%	2%	2%	1%	0%	-2%	-1%	-1%	-2%	-2%
	银行	6%	5%	3%	3%	3%	1%												
TMT	非银金融	5%	3%	2%	0%	-1%	0%			8%	7%	6%	-3%	9%	-2%	-7%	-3%	-2%	-2%
	传媒					12%	6%		11%	2%	2%	4%	3%	-3%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
	电子	11%	18%	11%	7%	4%	4%	2%	1%	-1%	0%	3%	3%	13%	4%	3%	2%	0%	-2%
	计算机		6%	6%	7%	7%	4%	1%	1%	1%	-4%	-5%	-4%	3%	-1%	-3%	-4%	-4%	-4%
	通信			33%	29%	29%	29%	1%	1%	1%	0%	0%	1%	-1%	0%	-1%	0%	0%	0%

周期：周转率指标处于底部时，行业未来营收提升概率较高

制造：应收账款周转率处于底部时，行业未来营收提升概率较高

消费：固定资产周转率处于底部时，行业未来营收提升概率较高

周转底部表现更优

周转底部表现更优

周转底部表现更优

周转底部表现更优

数据来源：Wind，国联证券研究所。注：数据样本起始于2010年。

② 现金流：制造行业，更容易在现金流不低时迎来营收增速改善

图：不同现金流指标的历史分位数下，未来营收增速的平均提升幅度

板块	行业	经营占营收比分位数 > X 未来一年营收增速提升幅度						投资占营收比分位数 > X 未来一年营收增速提升幅度						筹资占营收比分位数 > X 未来一年营收增速提升幅度					
		X=10%	X=20%	X=30%	X=40%	X=50%	X=60%	X=10%	X=20%	X=30%	X=40%	X=50%	X=60%	X=10%	X=20%	X=30%	X=40%	X=50%	X=60%
周期	有色金属	-3%	-3%	-3%	-3%	-2%	-2%	-3%	-3%	-3%	-3%	-4%	-3%	-2%	-4%	-8%	-9%	-9%	-7%
	石油石化	-2%	0%	1%	3%	8%	12%	-3%	-4%	-3%	-3%	-2%	-2%	-4%	-7%	-8%	-10%	-10%	-3%
	煤炭	0%	1%	2%	2%	-1%	-8%	-3%	-3%	-3%	-1%	-2%	-2%	-1%	-3%	-4%	-6%	-3%	3%
	基础化工	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-1%	-2%	-2%	-1%	-1%	2%	3%	1%	1%	-5%	-2%	4%	1%
	建筑装饰	-2%	0%	0%	0%	0%	0%	-3%	-3%	-4%	-4%	-4%	-4%	-3%	-4%	-4%	-3%	-2%	2%
	钢铁	-2%	-2%	-1%	-1%	1%	-1%	-4%	-5%	-6%	-9%	-9%	-9%	0%	4%	9%	10%	10%	10%
	建筑材料	-3%	-3%	-3%	-4%	-3%	-3%	-2%	-2%	-2%	-2%	-3%	-4%	-2%	7%	10%	13%	14%	15%
交通运输	-5%	-6%	-6%	-4%	0%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	1%	4%	10%	26%	37%	
制造	轻工制造	-2%	-2%	-1%	0%	0%	0%	-2%	-2%	-1%	0%	0%	-1%	-2%	-3%	-3%	-2%	1%	0%
	公用事业	-2%	-1%	0%	1%	1%	2%	-2%	-2%	-3%	-3%	-4%	-5%	-1%	0%	1%	1%	-1%	-3%
	机械设备	-2%	0%	0%	0%	1%	0%	-3%	-1%	-1%	0%	1%	0%	-3%	-4%	-1%	1%	1%	1%
	环保	0%	2%	2%	3%	8%	10%	-2%	-2%	0%	-1%	0%	-1%	-2%	-2%	-1%	1%	1%	4%
	国防军工	0%	1%	1%	1%	1%	1%	0%	0%	1%	1%	1%	2%	-1%	0%	1%	1%	4%	4%
	电力设备	0%	1%	2%	2%	2%	2%	1%	4%	5%	6%	6%	4%	-1%	-1%	-2%	-2%	-5%	-7%
消费	农林牧渔	-2%	-2%	-3%	-3%	-1%	-1%	-4%	-4%	-5%	-6%	-5%	-6%	-3%	3%	6%	8%	13%	14%
	社会服务	-2%	-1%	-3%	-6%	1%	10%	0%	3%	3%	3%	3%	3%	-1%	-1%	-1%	0%	2%	3%
	家用电器	-3%	-3%	-3%	-3%	-1%	0%	-5%	-5%	-5%	-5%	-4%	-3%	-4%	-3%	-3%	-6%	-5%	-2%
	食品饮料	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	0%	-1%	-1%	-1%	0%	0%	1%	-1%	-1%	-1%	-1%	0%	-1%
	医药生物	-1%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	0%	0%	0%	0%	1%	1%
	汽车	-3%	0%	0%	1%	2%	5%	-7%	-4%	-6%	-6%	-7%	-9%	-6%	-6%	-7%	-7%	-8%	-15%
	商贸零售	-2%	-2%	-2%	0%	2%	4%	-3%	-3%	-2%	-2%	-1%	1%	-2%	-1%	-2%	-2%	-1%	2%
	美容护理	-1%	-1%	-1%	-2%	-2%	-1%	-2%	-1%	-2%	-2%	-1%	0%	-2%	-2%	1%	1%	3%	0%
	纺织服装	-1%	0%	0%	0%	1%	3%	-1%	-2%	-2%	-3%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	1%	3%	4%
	金融地产	房地产	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-2%	-4%	-5%	-5%	-5%	-6%	-4%	-3%	-3%	-2%	2%	5%
银行	-2%	-2%	-2%	-3%	-3%	-1%	-1%	-1%	-1%	0%	0%	1%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-1%	
非银金融	-4%	-4%	-2%	-1%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-2%	-3%	-4%	-4%	-5%	-5%	-4%	-4%	-4%	
TMT	传媒	-1%	-2%	-1%	-1%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	-1%	0%	-1%	-3%	-4%	-4%	-4%	-3%
	电子	-2%	-2%	-2%	-2%	0%	2%	-2%	-2%	-3%	-3%	-5%	-2%	-3%	-3%	0%	2%	5%	5%
	计算机	-7%	-6%	-4%	-1%	0%	1%	-8%	-6%	-5%	-8%	-8%	-10%	-7%	-6%	-8%	-15%	-20%	-19%
	通信	1%	2%	2%	2%	2%	2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	4%	3%	2%	2%	4%

周期：筹资占营收比不低时，周期行业未来营收提升概率较高

制造：经营占营收比或投资占营收比不低时，制造行业未来营收提升概率较高

现金流不低时表现更优

现金流不低时表现更优

现金流不低时表现更优

③ 开支：周期消费行业，更容易在开支底部迎来营收增速改善

图：不同开支的历史分位数下，未来营收增速的平均提升幅度

板块	行业	资本开支同比分位数 < X 未来一年营收增速提升幅度									
		X=10%	X=20%	X=30%	X=40%	X=50%	X=60%	X=70%	X=80%	X=90%	X=100%
周期	有色金属	-4%	1%	4%	3%	0%	1%	1%	-1%	-3%	-4%
	石油石化	14%	9%	7%	4%	4%	2%	0%	-1%	-3%	-3%
	煤炭	5%	2%	0%	1%	1%	-1%	-2%	-2%	-3%	-3%
	基础化工	-1%	0%	2%	1%	2%	4%	3%	0%	-3%	-3%
	建筑装饰	3%	3%	2%	1%	0%	0%	0%	-1%	-2%	-2%
	钢铁	-5%	-4%	-3%	-7%	-6%	-7%	-4%	-4%	-3%	-2%
	建筑材料	9%	2%	3%	0%	-1%	-6%	-3%	-2%	-3%	-3%
	交通运输	8%	-3%	-3%	-3%	-4%	-3%	-2%	-3%	-3%	-3%
制造	轻工制造	-1%	-3%	2%	1%	0%	1%	1%	0%	-2%	-2%
	公用事业	-3%	-3%	-4%	-4%	-4%	-3%	-4%	-4%	-3%	-2%
	机械设备	12%	13%	12%	9%	7%	6%	3%	1%	-3%	-3%
	环保	-13%	-3%	-1%	-2%	0%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
	国防军工		-8%	-4%	2%	1%	0%	1%	0%	-1%	-1%
	电力设备	3%	3%	1%	2%	4%	4%	4%	2%	-1%	-1%
消费	农林牧渔	0%	0%	6%	10%	9%	7%	5%	2%	-4%	-4%
	社会服务	9%	9%	9%	7%	7%	5%	3%	2%	0%	0%
	家用电器	10%	7%	9%	10%	9%	7%	3%	0%	-3%	-3%
	食品饮料	-1%	0%	0%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
	医药生物	1%	0%	0%	0%	0%	0%	-1%	-1%	-1%	-1%
	汽车	16%	8%	5%	4%	2%	-2%	-3%	-3%	-6%	-4%
	商贸零售	14%	7%	6%	5%	0%	-1%	-1%	-2%	-3%	-3%
	美容护理	-2%	1%	-2%	0%	0%	-1%	-1%	-2%	-2%	-2%
	纺织服装		4%	2%	2%	0%	0%	0%	0%	-1%	-2%
金融地产	房地产	-1%	-5%	-6%	-6%	-6%	-3%	-2%	-2%	-2%	-2%
	银行	-4%	-3%	-2%	-2%	-1%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%
	非银金融	-10%	-6%	-7%	-4%	-4%	-3%	-3%	-4%	-2%	-3%
TMT	传媒	1%	0%	0%	1%	0%	0%	0%	-1%	-1%	-1%
	电子	9%	5%	7%	5%	2%	1%	0%	-2%	-2%	-2%
	计算机	-2%	-4%	0%	0%	0%	-2%	-5%	-7%	-7%	-7%
	通信	-4%	-4%	0%	1%	1%	1%	1%	0%	0%	0%

开支底部的表现更优

开支底部的表现更优

数据来源：Wind，国联证券研究所。注：数据样本起始于2010年。

④库存：周期制造行业，更容易在库存底部迎来营收增速改善

图：不同库存的历史分位数下，未来营收增速的平均提升幅度

板块	行业	存货同比分位数 X 未来一年营收增速提升幅度									
		X=10%	X=20%	X=30%	X=40%	X=50%	X=60%	X=70%	X=80%	X=90%	X=100%
周期	有色金属	-6%	-5%	-3%	-2%	-1%	-1%	-2%	-3%	-4%	-4%
	石油石化	-3%	0%	4%	3%	0%	0%	-1%	-2%	-2%	-3%
	煤炭	13%	12%	2%	-1%	-2%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
	基础化工	6%	1%	1%	1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-3%
	建筑装饰	1%	0%	0%	-1%	-1%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%
	钢铁	9%	4%	5%	1%	2%	0%	-1%	-2%	-2%	-2%
	建筑材料	7%	3%	-2%	-3%	-4%	-5%	-4%	-3%	-3%	-3%
交通运输	-3%	-4%	-2%	-2%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	
制造	轻工制造	4%	4%	5%	4%	3%	3%	1%	0%	-2%	-2%
	公用事业	0%	0%	-2%	-1%	-2%	-1%	-2%	-2%	-2%	-2%
	机械设备	5%	3%	5%	6%	3%	0%	-1%	-3%	-3%	-3%
	环保	4%	3%	-3%	-3%	-4%	-3%	-2%	-2%	-2%	-1%
	国防军工	0%	0%	1%	0%	0%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
电力设备	-1%	-1%	0%	3%	3%	4%	3%	2%	-1%	-1%	
消费	农林牧渔	2%	-1%	7%	0%	-4%	-2%	-2%	-2%	-3%	-4%
	社会服务	-2%	-1%	-1%	-1%	0%	0%	1%	1%	0%	0%
	家用电器	2%	0%	-3%	-3%	-2%	-3%	-2%	-2%	-3%	-3%
	食品饮料	3%	3%	1%	0%	0%	0%	-1%	-1%	-1%	-1%
	医药生物	1%	-1%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-1%	-1%	-1%
	汽车	7%	3%	-1%	-3%	-3%	-4%	-5%	-4%	-4%	-4%
	商贸零售	2%	1%	-1%	-2%	-2%	-2%	-3%	-3%	-3%	-3%
	美容护理	-6%	5%	4%	-3%	3%	-3%	-3%	-2%	-2%	-2%
纺织服饰	3%	3%	2%	1%	1%	1%	1%	-1%	-2%	-2%	
金融地产	房地产	-3%	-4%	-4%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%
	银行	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%
	非银金融	-6%	-4%	-2%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-2%	-3%
TMT	传媒	6%	1%	-2%	2%	2%	2%	2%	-2%	-1%	-1%
	电子	2%	1%	0%	0%	3%	2%	3%	-3%	-3%	-2%
	计算机	0%	-9%	-14%	-10%	-9%	-7%	-7%	-7%	-7%	-7%
	通信	-5%	-2%	-1%	-1%	-1%	-2%	-1%	0%	0%	0%

库存底部时表现更优

库存底部时表现更优

库存底部时表现更优

数据来源：Wind，国联证券研究所。注：数据样本起始于2010年。

报表周期组合：寻找反转——周期板块哪些细分行业更易迎来营收增速改善？

- ▼ 周期板块：1) 固定资产周转率或存货周转率的历史分位数<30%；2) 筹资现金流占营收比的历史分位数>20%；3) 开支同比增速的历史分位数<40%；4) 存货同比增速的历史分位数<40%。

图：周期板块哪些细分行业更易迎来营收增速改善？

板块	一级行业	三级行业	固定资产周转率			存货周转率			筹资现金流占营收比			资本开支			库存		
			24Q3	当前分位	24Q3-24Q2	24Q3	当前分位	24Q3-24Q2	24Q3	当前分位	24Q3-24Q2	24Q3	当前分位	24Q3-24Q2	24Q3	当前分位	24Q3-24Q2
周期	煤炭	焦炭Ⅲ	1.51	20.0%	-0.08	12.96	81.6%	0.58	7.2%	78.3%	1.0%	-26.9%	21.6%	-10.8%	-23.1%	10.0%	-8.2%
周期	交通运输	公交	1.28	5.0%	-0.09	2.71	30.0%	0.08	-4.6%	36.6%	8.6%	-6.9%	36.6%	7.8%	-17.9%	10.0%	6.2%
周期	交通运输	铁路运输	0.50	25.0%	-0.01	29.40	78.3%	-0.86	-18.9%	21.6%	1.2%	-8.3%	31.6%	7.5%	-7.0%	18.3%	-6.2%
周期	交通运输	中间产品及消费品供应链服务	22.77	23.3%	-4.40	13.62	83.3%	-0.09	0.4%	45.0%	0.5%	-55.7%	3.3%	-33.6%	-16.0%	8.3%	-16.4%
周期	交通运输	原材料供应链服务	53.37	8.3%	-6.61	4.58	36.6%	0.33	-0.7%	21.6%	-0.6%	-20.4%	8.3%	-5.6%	-8.6%	1.6%	-7.7%
周期	建筑装饰	钢结构	4.48	16.6%	-0.35	4.70	81.6%	0.03	3.4%	35.0%	-1.0%	-44.7%	1.6%	-4.4%	-6.8%	8.3%	-4.0%
周期	建筑材料	玻纤制造	0.71	13.3%	0.00	4.62	36.6%	0.31	-3.4%	28.3%	-5.8%	-13.4%	23.3%	-17.6%	-11.4%	6.6%	-5.2%
周期	基础化工	其他橡胶制品	2.65	28.3%	0.07	4.82	21.6%	0.38	7.8%	48.3%	-6.0%	-42.4%	8.3%	-18.7%	0.8%	15.0%	-11.7%
周期	基础化工	其他化学制品	2.16	1.6%	-0.03	6.51	10.0%	0.22	2.4%	36.6%	-1.0%	-17.5%	8.3%	-0.3%	-0.4%	20.0%	-2.7%
周期	基础化工	农药	2.25	16.6%	-0.14	3.76	8.3%	0.09	0.5%	35.0%	-2.1%	-10.3%	23.3%	1.0%	-7.4%	8.3%	-2.2%
周期	基础化工	纺织化学制品	1.96	1.6%	-0.02	0.95	1.6%	-0.01	0.8%	36.6%	-1.1%	-17.1%	36.6%	7.3%	3.3%	26.6%	0.9%
周期	基础化工	煤化工	1.43	11.6%	-0.05	13.74	95.0%	-0.32	2.4%	48.3%	1.0%	-6.7%	23.3%	-4.2%	1.7%	35.0%	2.8%

周期：低周转+高现金流+低开支+低库存

▶ 报表周期组合：寻找反转——制造板块哪些细分行业更易迎来营收增速改善？

- ▼ 制造板块：1) 固定资产周转率的历史分位数<30%；2) 投资现金流占营收比或经营现金流占营收比的历史分位数>40%；3) 开支同比增速的历史分位数<40%；4) 存货同比增速的历史分位数<40%。

图：制造板块哪些细分行业更易迎来营收增速改善？

板块	一级行业	三级行业	固定资产周转率			投资现金流占营收比			经营现金流占营收比			资本开支			库存		
			24Q3	当前分位	24Q3-24Q2	24Q3	当前分位	24Q3-24Q2	24Q3	当前分位	24Q3-24Q2	24Q3	当前分位	24Q3-24Q2	24Q3	当前分位	24Q3-24Q2
制造	电力设备	锂电池	2.62	3.3%	-0.24	-15.8%	45.0%	0.3%	15.9%	80.0%	-3.0%	-22.3%	11.6%	2.2%	-0.5%	30.0%	6.7%
制造	电力设备	电机Ⅲ	3.50	21.6%	-0.20	-9.3%	55.0%	-3.2%	9.2%	73.3%	-3.0%	-12.8%	15.0%	-4.8%	8.0%	36.6%	1.4%
制造	电力设备	锂电专用设备	3.52	28.5%	-0.79	-9.7%	75.0%	-2.1%	-4.6%	23.2%	0.3%	-18.1%	25.0%	-1.4%	-6.0%	11.5%	0.3%
制造	电力设备	燃料电池	1.67	29.4%	-0.02	-5.8%	83.3%	4.7%	-41.3%	44.4%	17.1%	-69.9%	7.1%	-3.4%	-41.2%	7.1%	-8.5%
制造	电力设备	逆变器	1.58	1.9%	-2.78	-27.4%	7.5%	-18.7%	6.8%	54.7%	5.0%	-13.7%	24.4%	-27.8%	13.1%	32.6%	-3.0%
制造	电力设备	电池化学品	1.67	1.6%	-0.36	-22.9%	25.0%	-2.1%	7.2%	71.6%	-3.3%	-9.9%	10.0%	1.9%	-3.7%	15.0%	6.4%
制造	国防军工	军工电子Ⅲ	2.65	1.6%	-0.32	-15.2%	15.0%	-1.6%	14.1%	98.3%	4.2%	-1.8%	18.3%	-2.9%	-4.8%	5.0%	-0.8%
制造	环保	综合环境治理	3.00	15.0%	0.01	-4.8%	81.6%	-1.6%	9.7%	78.3%	-1.9%	-28.4%	36.6%	7.5%	-30.7%	15.0%	-0.7%
制造	环保	固废治理	2.80	11.6%	-0.13	-15.9%	35.0%	0.1%	11.7%	76.6%	-3.8%	-5.0%	25.0%	8.3%	10.5%	30.0%	3.1%
制造	机械设备	工程机械整机	3.50	25.0%	-0.13	-3.3%	73.3%	0.3%	7.6%	56.6%	-2.0%	-11.2%	35.0%	13.8%	2.5%	35.0%	3.0%
制造	机械设备	仪器仪表	3.22	13.3%	-0.31	-11.1%	88.3%	2.9%	6.2%	16.6%	-1.6%	-18.7%	11.6%	-2.3%	-1.7%	6.6%	0.6%

制造：低周转+高现金流+低开支+低库存

▶ 报表周期组合：寻找反转——消费板块哪些细分行业更易迎来营收增速改善？

- ▼ 消费板块： 1) 固定资产周转率的历史分位数<30%； 2) 经营现金流占营收比的历史分位数>30%； 3) 开支同比增速的历史分位数<30%； 4) 存货同比增速的历史分位数<30%。

图：消费板块哪些细分行业更易迎来营收增速改善？

板块	一级行业	三级行业	固定资产周转率			经营现金流占营收比			资本开支			库存		
			24Q3	当前分位	24Q3-24Q2	24Q3	当前分位	24Q3-24Q2	24Q3	当前分位	24Q3-24Q2	24Q3	当前分位	24Q3-24Q2
必选消费	农林牧渔	畜禽饲料	3.24	1.6%	-0.23	0.6%	6.6%	-2.0%	-40.4%	1.6%	-6.8%	-9.5%	13.3%	6.8%
必选消费	农林牧渔	动物保健Ⅲ	1.25	1.6%	-0.03	10.1%	10.0%	-4.4%	-27.5%	10.0%	-34.0%	-1.1%	18.3%	4.2%
必选消费	农林牧渔	生猪养殖	1.79	10.0%	0.03	9.5%	66.6%	-4.3%	-25.0%	11.6%	-2.1%	-9.6%	10.0%	0.4%
必选消费	食品饮料	烘焙食品	2.67	2.7%	-0.30	5.4%	2.7%	-9.3%	-24.3%	3.0%	-10.3%	-1.0%	21.2%	-0.9%
必选消费	食品饮料	肉制品	3.64	1.6%	-0.13	5.1%	25.0%	-2.5%	-41.2%	8.3%	-0.7%	-19.2%	3.3%	-4.3%
必选消费	食品饮料	熟食	2.91	12.2%	-0.09	10.5%	34.0%	-1.6%	-17.1%	17.3%	-2.7%	-5.7%	17.3%	-12.1%
必选消费	食品饮料	乳品	3.01	1.6%	-0.11	8.8%	38.3%	-3.5%	-14.9%	6.6%	-5.8%	-16.4%	11.6%	3.1%
必选消费	医药生物	原料药	1.49	1.6%	-0.05	12.0%	36.6%	-3.8%	-24.9%	5.0%	-7.6%	-8.0%	1.6%	-0.2%
必选消费	医药生物	体外诊断	1.73	18.3%	-0.08	18.8%	61.6%	-5.9%	-24.6%	10.0%	2.9%	-4.3%	11.6%	2.1%
必选消费	医药生物	医疗设备	3.87	5.0%	-0.32	16.2%	63.3%	-3.2%	-1.1%	28.3%	-15.1%	7.2%	18.3%	5.7%
必选消费	医药生物	化学制剂	2.50	1.6%	-0.07	12.9%	88.3%	-3.2%	-11.9%	3.3%	-2.5%	-4.4%	5.0%	2.0%
可选消费	家用电器	彩电	7.75	1.6%	-0.12	2.6%	61.6%	-1.3%	-34.1%	13.3%	-2.0%	-1.9%	21.6%	-6.9%
可选消费	美容护理	医美耗材	3.10	4.7%	-0.29	28.2%	42.8%	-6.7%	-8.8%	17.6%	-0.7%	12.7%	29.4%	9.7%
可选消费	轻工制造	定制家居	2.61	1.8%	-0.24	5.2%	1.8%	-5.9%	-30.3%	1.9%	-30.0%	-17.3%	1.9%	-1.3%
可选消费	轻工制造	瓷砖地板	1.84	1.6%	-0.06	8.1%	23.3%	-3.7%	-34.8%	25.0%	10.6%	-9.6%	15.0%	-2.0%
可选消费	轻工制造	卫浴制品	2.35	3.3%	-0.10	6.9%	36.6%	-4.0%	-20.3%	26.6%	0.1%	-2.2%	28.3%	-6.1%
可选消费	轻工制造	综合包装	1.77	25.0%	-0.05	8.2%	61.6%	-3.5%	-48.3%	5.2%	-4.4%	-1.8%	11.6%	-0.5%
可选消费	商贸零售	超市	7.27	8.3%	-0.09	3.1%	13.3%	-2.9%	-35.5%	13.3%	12.4%	-16.0%	3.3%	-5.0%
可选消费	商贸零售	旅游零售Ⅲ	9.59	1.6%	-1.43	10.0%	71.6%	-7.2%	-37.0%	26.3%	-2.0%	-18.3%	7.0%	4.0%
可选消费	社会服务	人工景区	1.40	25.0%	0.00	10.0%	46.6%	-9.7%	-32.5%	13.3%	4.8%	-23.2%	11.6%	-13.3%

消费：低周转+高现金流+低开支+低库存

▶ 报表周期组合：寻找反转——TMT板块哪些细分行业更易迎来营收增速改善？

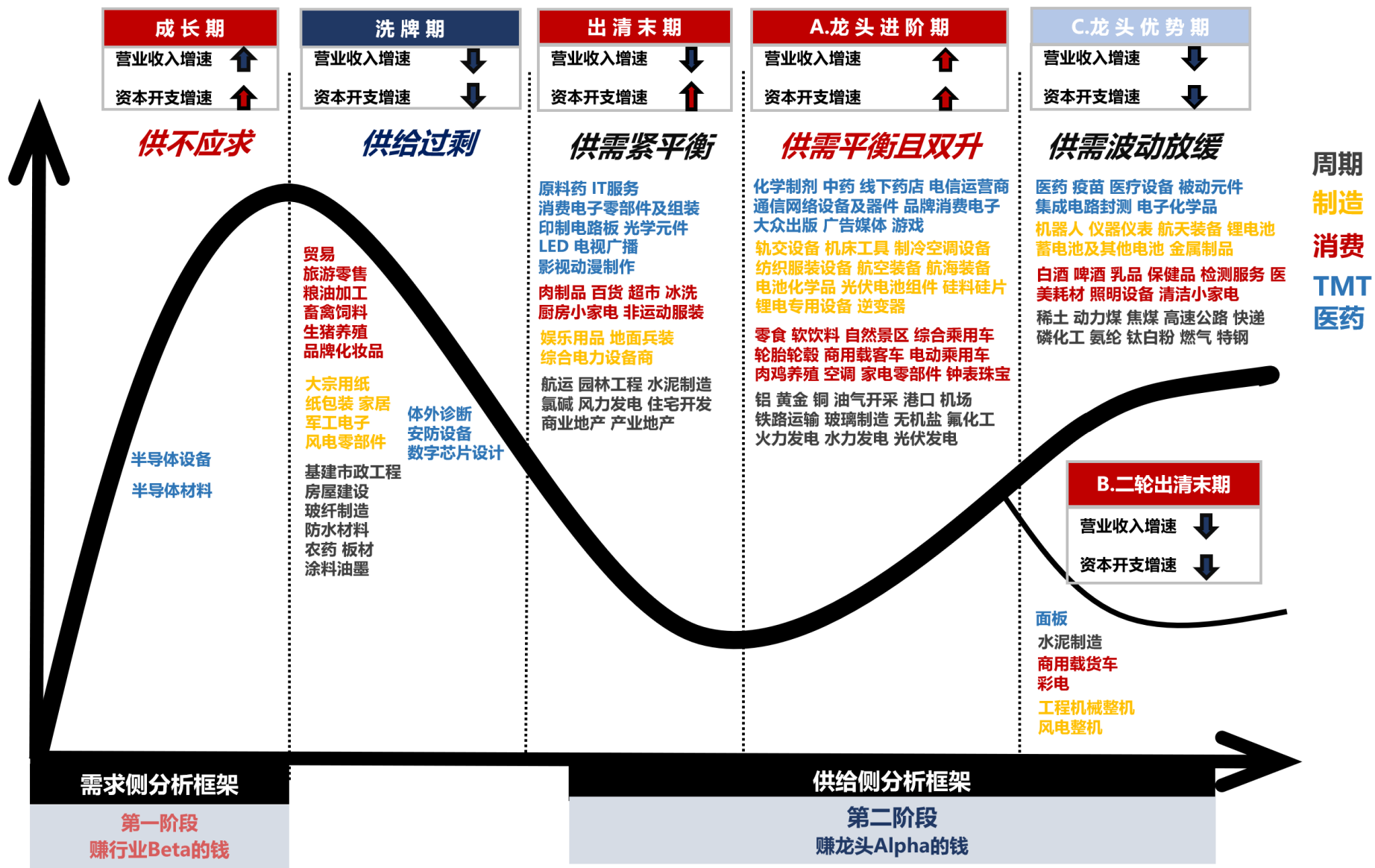
▼ TMT板块： 1) 存货周转率的历史分位数<40%； 2) 经营现金流占营收比的历史分位数>20%； 3) 开支同比增速的历史分位数<50%； 4) 存货同比增速的历史分位数<50%。

图：TMT板块哪些细分行业更易迎来营收增速改善？

板块	一级行业	三级行业	存货周转率			经营现金流占营收比			资本开支			库存		
			24Q3	当前分位	24Q3-24Q2	24Q3	当前分位	24Q3-24Q2	24Q3	当前分位	24Q3-24Q2	24Q3	当前分位	24Q3-24Q2
TMT	传媒	大众出版	5.56	40.0%	-0.04	12.6%	70.0%	-2.2%	-12.3%	25.0%	9.0%	-13.5%	3.3%	-3.3%
TMT	传媒	影视动漫制作	1.62	5.0%	-0.02	6.6%	40.0%	-8.0%	-12.9%	41.6%	2.9%	-0.6%	30.0%	-4.7%
TMT	电子	印制电路板	6.36	40.0%	0.11	10.4%	56.6%	-3.8%	-14.6%	15.0%	2.5%	15.5%	41.6%	-3.1%
TMT	电子	电子化学品Ⅲ	5.43	30.5%	-0.39	11.7%	66.6%	-3.8%	2.8%	12.5%	-8.4%	9.1%	17.8%	-2.3%
TMT	电子	消费电子零部件及组装	7.11	26.6%	0.21	5.6%	60.0%	-1.1%	0.2%	28.3%	5.9%	13.9%	20.0%	4.4%
TMT	电子	面板	7.10	25.0%	0.50	13.6%	56.6%	-2.8%	2.9%	41.6%	15.5%	-0.6%	25.0%	-2.5%
TMT	电子	半导体材料	3.45	5.0%	0.00	5.4%	55.0%	-1.3%	-8.6%	26.6%	12.9%	17.8%	45.0%	-3.2%
TMT	计算机	安防设备	4.87	23.3%	-0.04	10.2%	38.3%	-4.7%	-5.5%	20.0%	-9.8%	3.2%	15.0%	6.4%

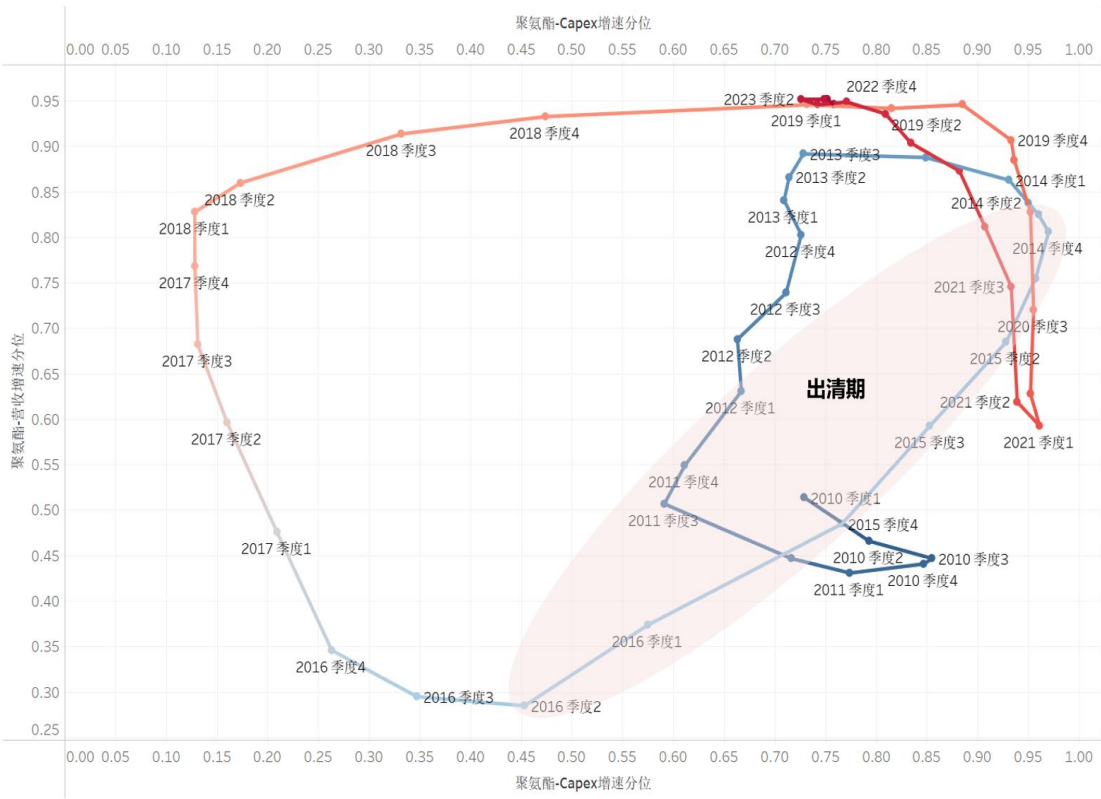
TMT: 低周转+高现金流+低开支+低库存

2024Q3细分行业产业生命周期状态

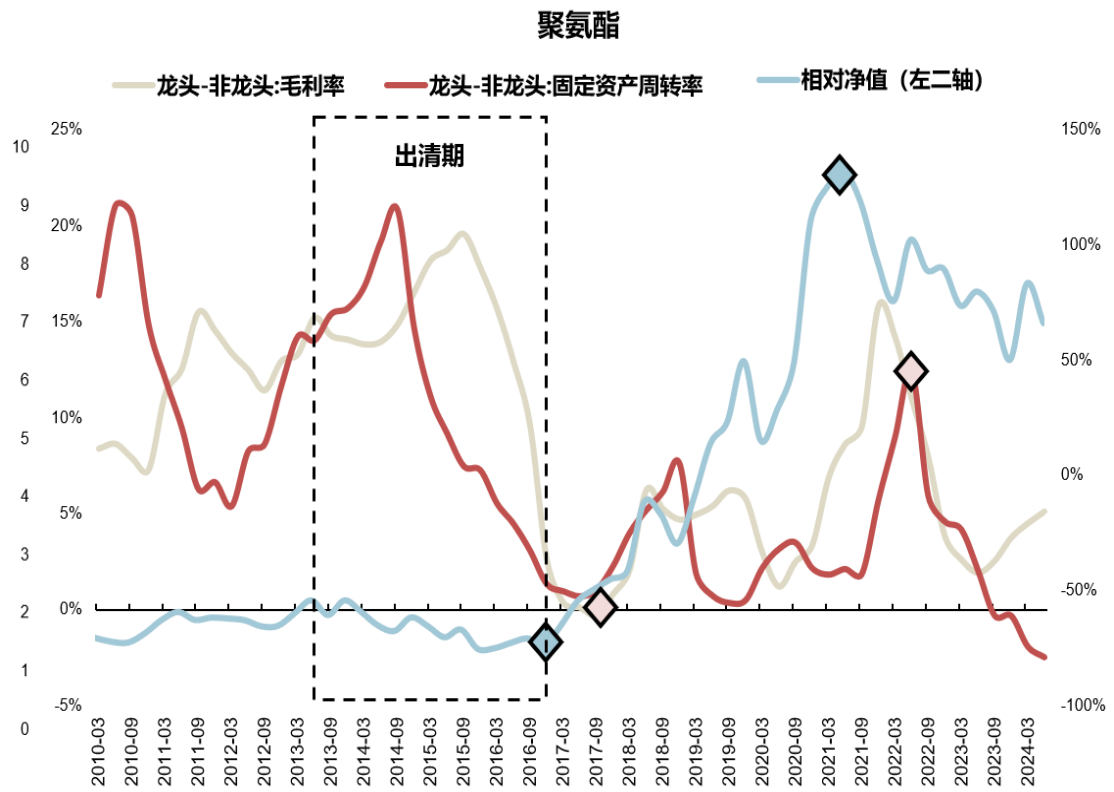


龙头行情始于出清末期的周转率拐点，止于周期制造的周转率拐点、消费的毛利率拐点

图：聚氨酯的供需状态



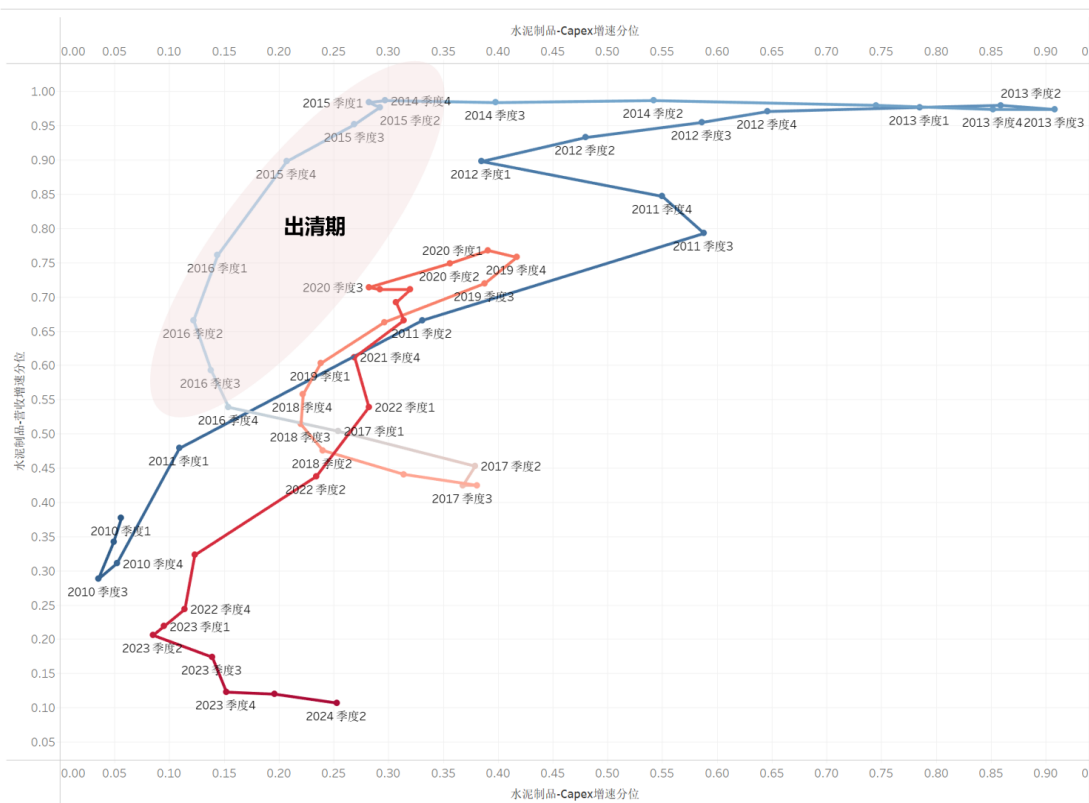
图：聚氨酯龙头相较于非龙头的毛利率、固定资产周转率和相对净值



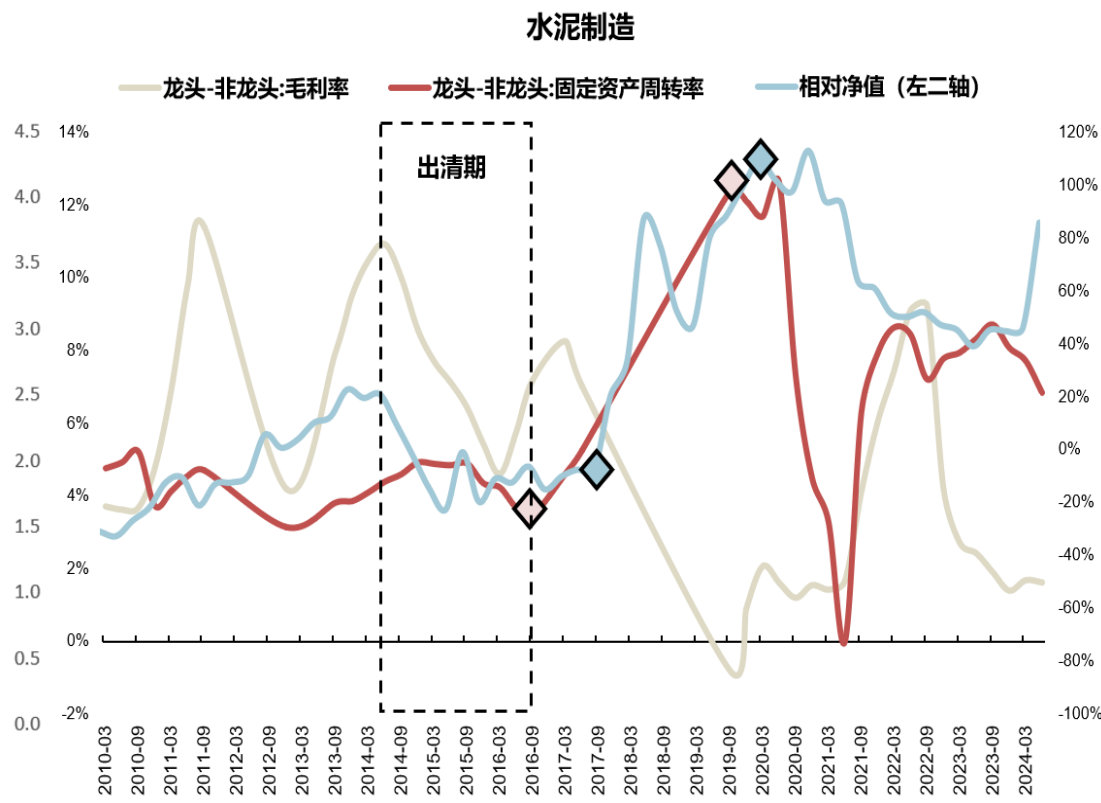
数据来源：Wind，国联证券研究所

龙头行情始于出清末期的周转率拐点，止于周期制造的周转率拐点、消费的毛利率拐点

图：水泥制造的供需状态



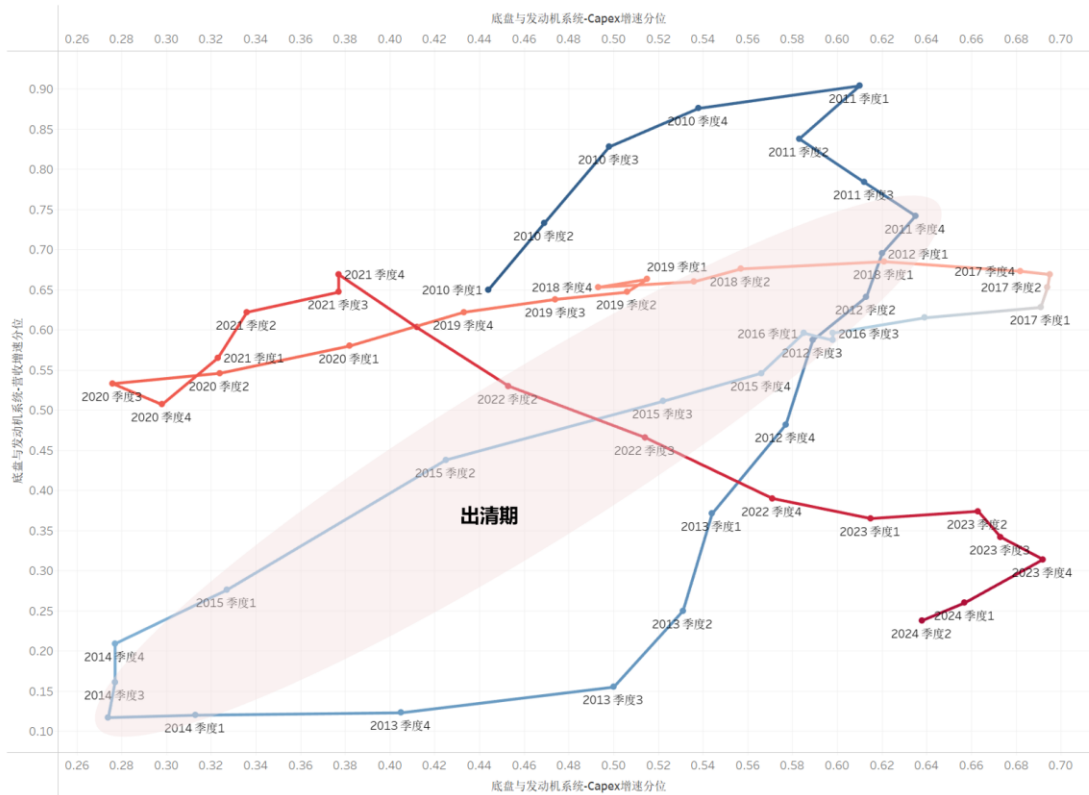
图：水泥制造龙头相较于非龙头的毛利率、固定资产周转率和相对净值



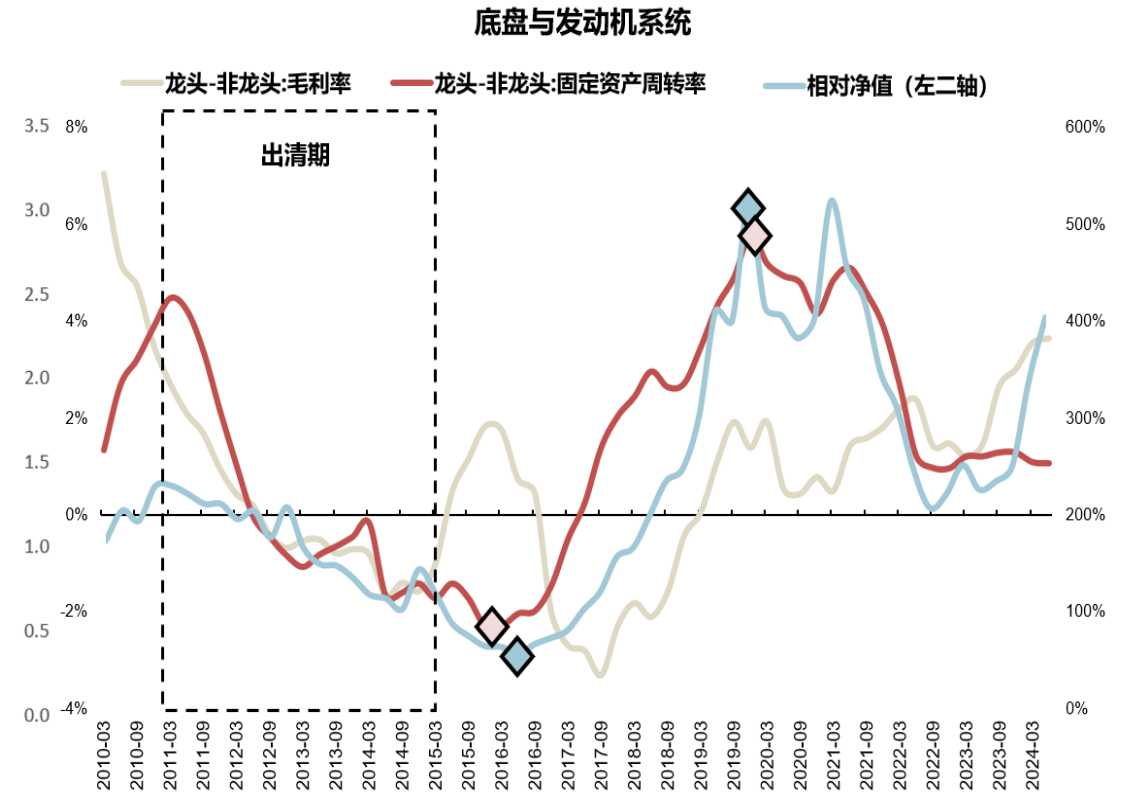
数据来源：Wind，国联证券研究所

龙头行情始于出清末期的周转率拐点，止于周期制造的周转率拐点、消费的毛利率拐点

图：底盘与发动机系统的供需状态

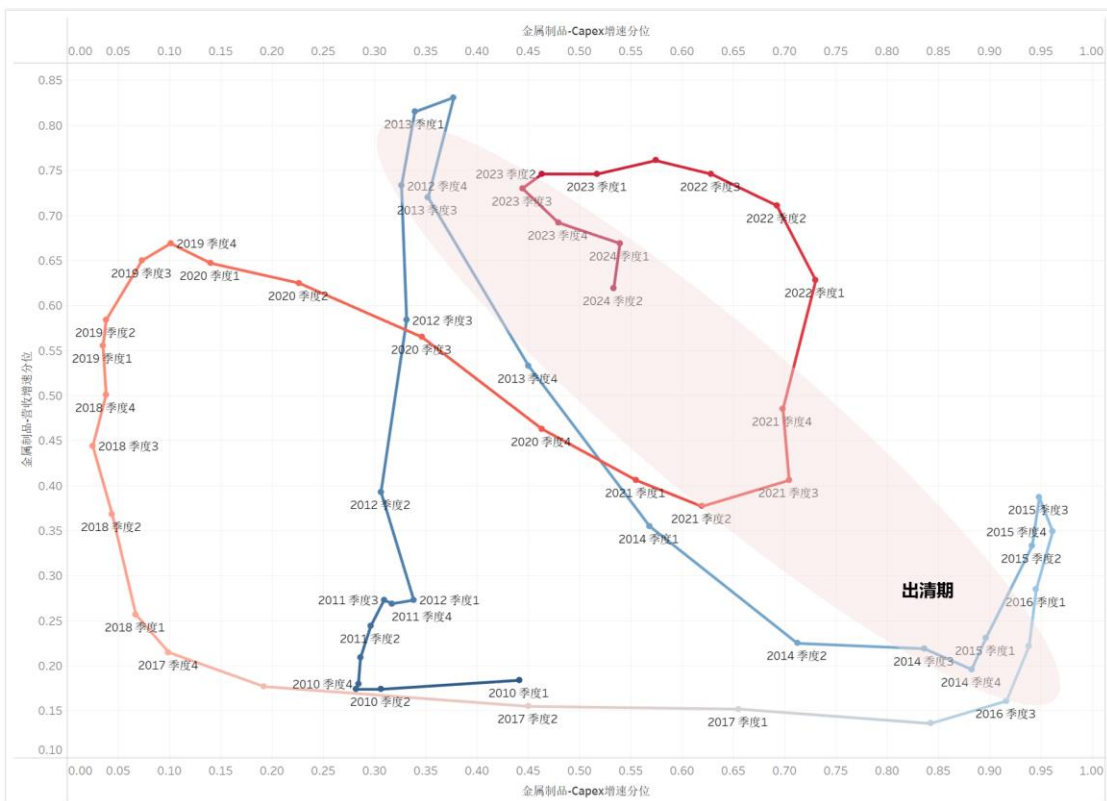


图：底盘与发动机系统龙头相较于非龙头的毛利率、固定资产周转率和相对净值

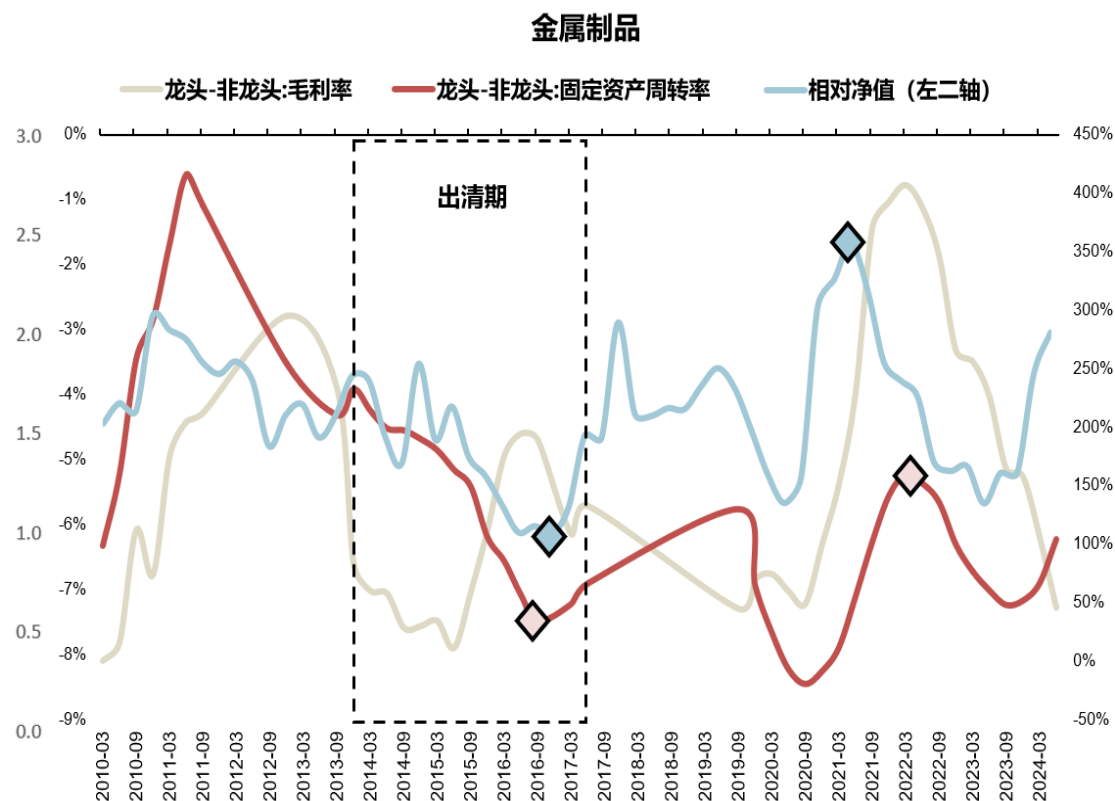


龙头行情始于出清末期的周转率拐点，止于周期制造的周转率拐点、消费的毛利率拐点

图：金属制品的供需状态



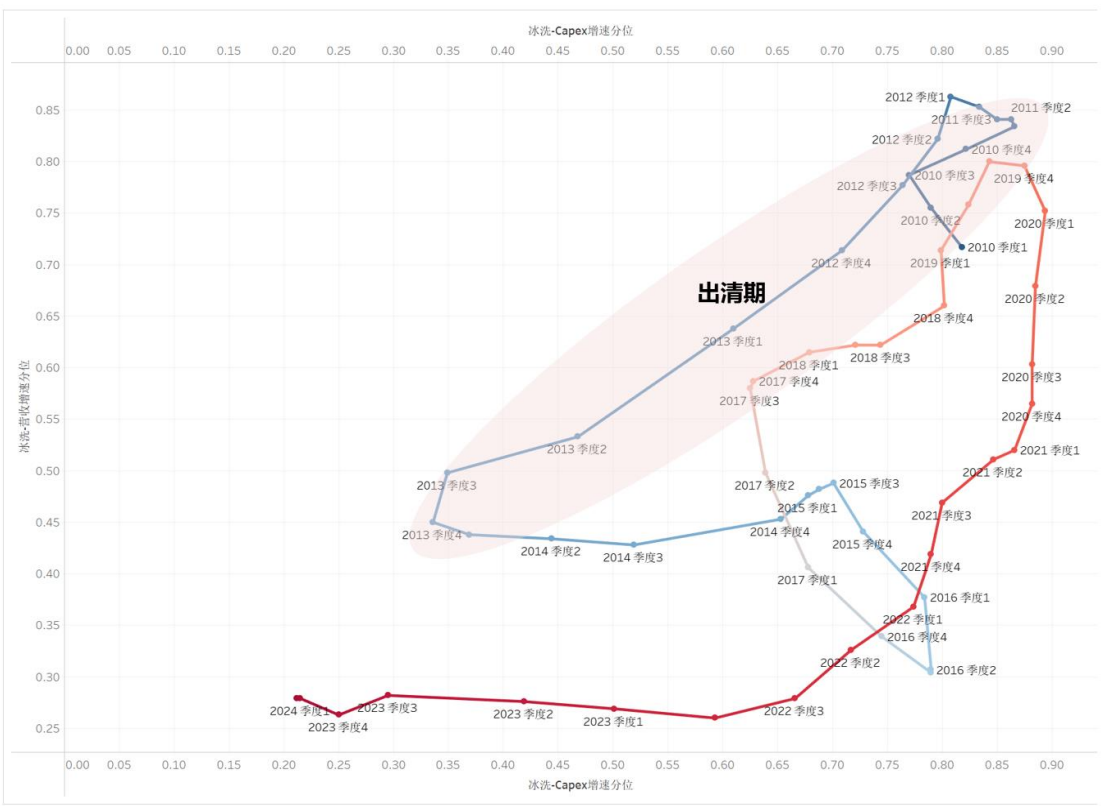
图：金属制品龙头相较于非龙头的毛利率、固定资产周转率和相对净值



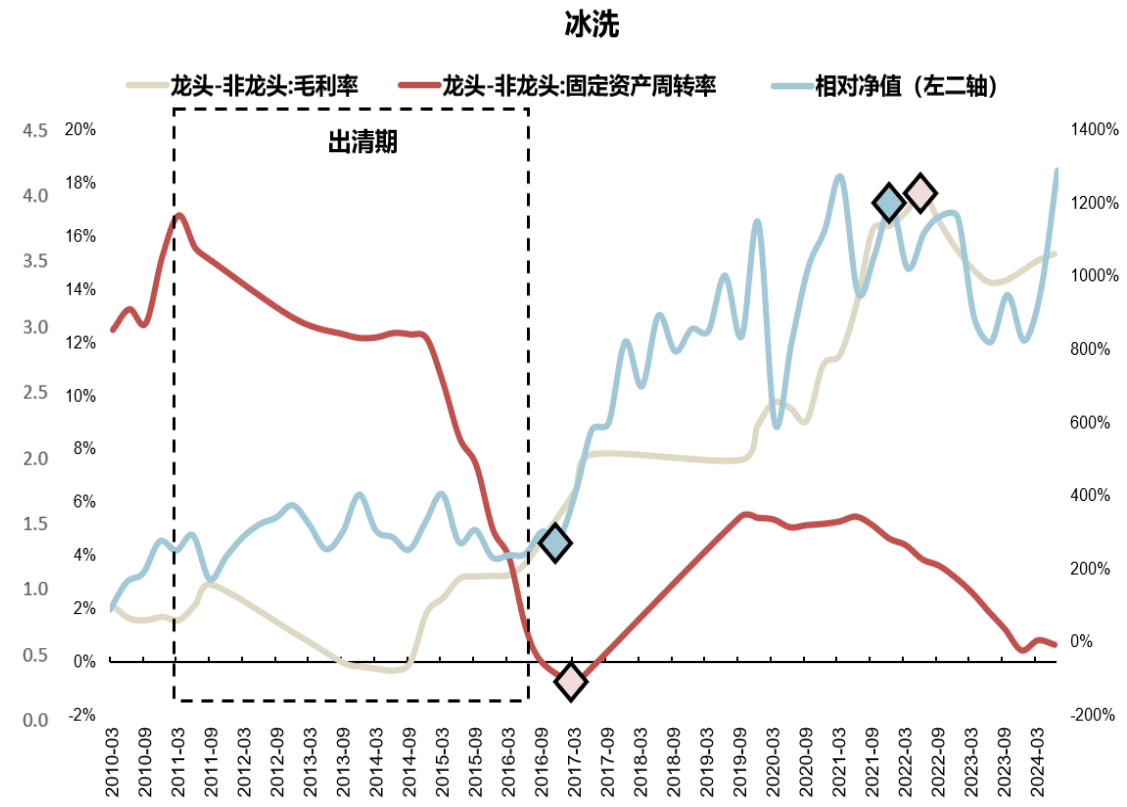
数据来源：Wind，国联证券研究所

龙头行情始于出清末期的周转率拐点，止于周期制造的周转率拐点、消费的毛利率拐点

图：冰洗的供需状态



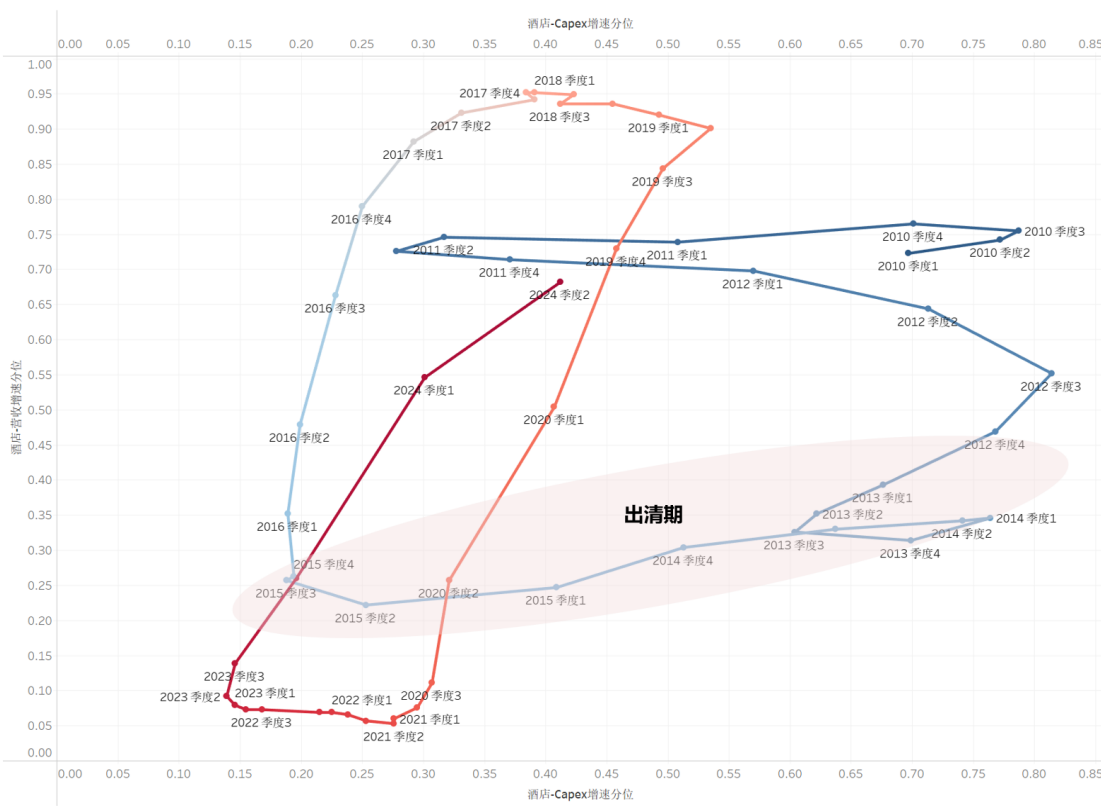
图：冰洗龙头相较于非龙头的毛利率、固定资产周转率和相对净值



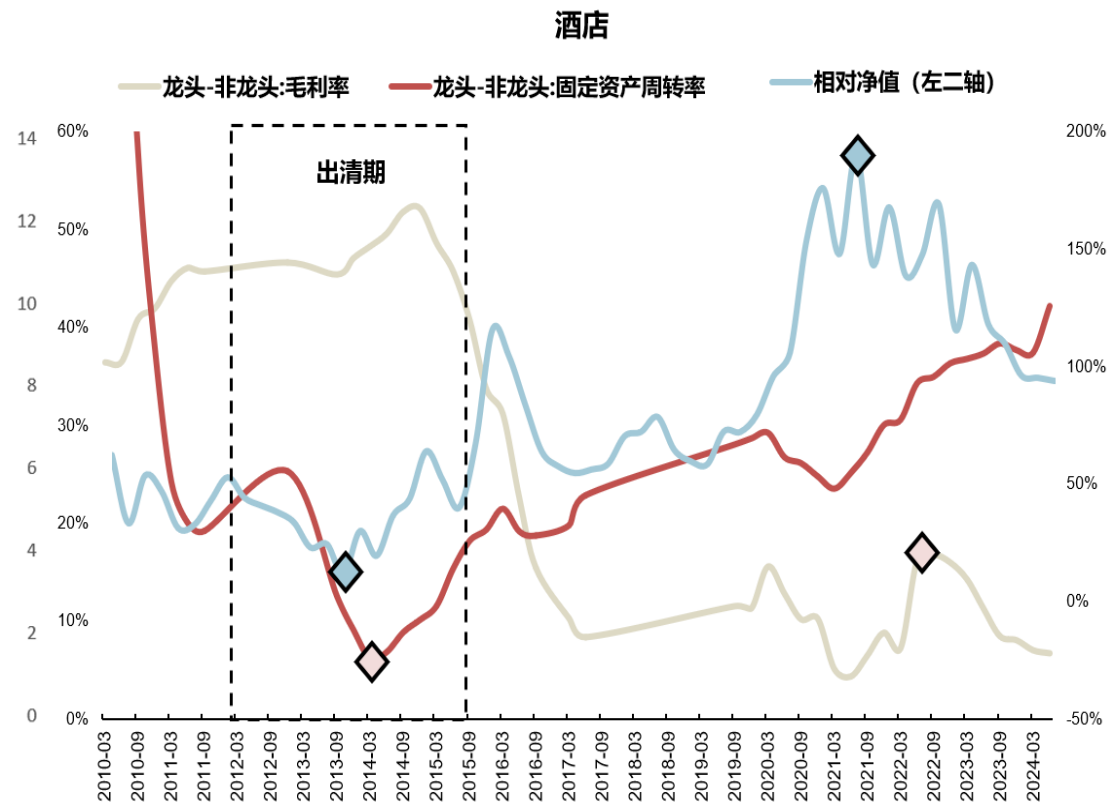
数据来源：Wind，国联证券研究所

龙头行情始于出清末期的周转率拐点，止于周期制造的周转率拐点、消费的毛利率拐点

图：酒店的供需状态



图：酒店龙头相较于非龙头的毛利率、固定资产周转率和相对净值



数据来源：Wind，国联证券研究所

关注出清末期有望反转的底部行业和周转率见拐点的龙头股

图：基于报表周期&产业生命周期，当下哪些细分行业值得关注

板块	一级行业	三级行业	固定资产周转率			经营现金流占营收比			资本开支			库存			报表周期	产业生命周期	供需状态		开支强度	是否应当关注龙头股 (龙头相对非龙头周 转率拐点出现)
			24Q3	当前分位	24Q3-24Q2	24Q3	当前分位	24Q3-24Q2	24Q3	当前分位	24Q3-24Q2	24Q3	当前分位	24Q3-24Q2			三年营收增速分位	三年开支增速分位		
TMT	传媒	大众出版	6.60	42%	-0.68	12.6%	70%	-2.2%	-12.3%	25%	9.0%	-13.5%	3%	-3.3%	底部	龙头进阶	22.8%	37.7%	0.87	
TMT	传媒	影视动漫制作	5.14	52%	0.42	6.6%	40%	-8.0%	-12.9%	42%	2.9%	-0.6%	30%	-4.7%	底部	出清末期	10.4%	12.6%	0.58	
TMT	电子	面板	1.06	1.6%	-0.01	13.6%	57%	-2.8%	2.9%	42%	15.5%	-0.6%	25%	-2.5%	扩张	第二轮出清末期	32.0%	12.3%	0.83	
TMT	电子	印制电路板	1.90	8%	0.01	10.4%	57%	-3.8%	-14.6%	15%	2.5%	15.5%	42%	-3.1%	扩张	出清末期	41.5%	26.0%	1.59	
TMT	电子	消费电子零部件及组装	6.58	53%	0.21	5.6%	60%	-1.1%	0.2%	28%	5.9%	13.9%	20%	4.4%	扩张	出清末期	63.4%	44.7%	1.35	
必选消费	食品饮料	肉制品	3.64	1.6%	-0.13	5.1%	25%	-2.5%	-41.2%	8%	-0.7%	-19.2%	3%	-4.3%	底部	出清末期	7.6%	13.6%	1.24	是
必选消费	医药生物	化学制剂	2.50	1.6%	-0.07	12.9%	88%	-3.2%	-11.9%	3%	-2.5%	-4.4%	5%	2.0%	底部	龙头进阶	32.6%	38.0%	1.24	
必选消费	医药生物	原料药	1.49	1.6%	-0.05	12.0%	37%	-3.8%	-24.9%	5%	-7.6%	-8.0%	2%	-0.2%	底部	出清末期	38.0%	35.8%	1.24	
可选消费	商贸零售	超市	7.27	8%	-0.09	3.1%	13%	-2.9%	-35.5%	13%	12.4%	-16.0%	3%	-5.0%	底部	出清末期	8.5%	3.1%	0.19	
可选消费	社会服务	人工景区	1.40	25%	0.00	10.0%	47%	-9.7%	-32.5%	13%	4.8%	-23.2%	12%	-13.3%	扩张	龙头进阶	48.8%	4.1%	0.62	
制造	电力设备	锂电专用设备	3.52	29%	-0.79	-4.6%	23%	0.3%	-18.1%	25%	-1.4%	-6.0%	12%	0.3%	底部	龙头进阶	95.5%	78.4%	1.95	
制造	电力设备	电池化学品	1.67	1.6%	-0.36	7.2%	72%	-3.3%	-9.9%	10%	1.9%	-3.7%	15%	6.4%	底部	龙头进阶	95.8%	94.9%	3.23	
制造	电力设备	电机Ⅲ	3.50	22%	-0.20	9.2%	73%	-3.0%	-12.8%	15%	-4.8%	8.0%	37%	1.4%	底部	龙头进阶	51.1%	77.4%	1.66	否
制造	环保	综合环境治理	3.00	15%	0.01	9.7%	78%	-1.9%	-28.4%	37%	7.5%	-30.7%	15%	-0.7%	扩张	出清末期	3.4%	3.8%	0.43	
制造	机械设备	工程机械整机	3.50	25%	-0.13	7.6%	57%	-2.0%	-11.2%	35%	13.8%	2.5%	35%	3.0%	扩张	第二轮出清末期	9.8%	42.5%	1.28	
周期	交通运输	铁路运输	0.50	25%	-0.01	13.5%	7%	-8.0%	-8.3%	32%	7.5%	-7.0%	18%	-6.2%	扩张	龙头进阶	46.0%	58.0%	0.67	否
周期	交通运输	公交	1.28	5%	-0.09	12.2%	58%	-6.1%	-6.9%	37%	7.8%	-17.9%	10%	6.2%	底部	出清末期	18.7%	26.9%	0.96	

低周转

高现金流

低开支

低库存

风险提示

- 全球地缘政治出现重大变化，导致全球市场风险偏好急剧变化；
- 美国通胀超预期上升，美联储超预期紧缩，导致全球降息周期延后；
- 政策刺激后地产需求难以企稳，居民消费意愿较弱，国内经济复苏不及预期。

分析师和联系人

分析师 包承超

SAC: S0590523100005

分析师 邓宇林

SAC: S0590523100008

分析师 周长民

SAC: S0590524030003

联系人 龚嫣然

办公地址

上海

虹口区杨树浦路188号星立方大厦8楼

北京

东城区安定门外大街208号中邮政安广场A座4楼

深圳

福田区益田路4068号卓越时代广场13楼

无锡

无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

评级说明和声明

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明	
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上	
	增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间	
	持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间	
	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上	
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。



国联证券
GUOLIAN SECURITIES

致 谢！